

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenenie spoločnosti AUTO Heller s.r.o vybranými metódami

Valuation of the company AUTO Heller s.r.o by selected methods

Student: Katarína Mayerová  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.

Ostrava 2013

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Katarína Mayerová**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: **Ocenění společnosti AUTO Heller s.r.o. vybranými metodami**  
**Valuation of the Company AUTO Heller s.r.o. by Selected Methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Přístupy a metody oceňování podniku
  3. Analýza trhu a charakteristika společnosti AUTO Heller s.r.o.
  4. Aplikace vybraných metod oceňování
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.  
KOLLER, T., M. GOEDHART a D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th ed. Hoboken: Wiley, 2005. 742 p. ISBN 0-471-70221-8.  
MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 26.04.2013

  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

### **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohu č. 1, daná mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 15. 7. 2013

*Katarína Mayerová*  
.....

Katarína Mayerová

## Obsah

1 ÚVOD .....	3
2 PRÍSTUPY A METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU .....	4
2.1 Podnik ako predmet ocenenia.....	4
2.1.1 Tržná hodnota.....	5
2.1.2 Subjektívna hodnota .....	5
2.1.3 Objektivizovaná hodnota.....	5
2.1.4 Kolínska škola .....	5
2.2 Proces ocenenia .....	6
2.3 Zber dát.....	6
2.4 Strategická analýza.....	7
2.4.1 Externá analýza .....	7
2.4.2 Interná analýza .....	10
2.5 Finančná analýza .....	10
2.5.1 Metódy finančnej analýzy .....	11
2.5.2 Pomerová analýza.....	12
2.6 SWOT analýza .....	17
2.7 Finančný plán .....	18
2.8 Metódy oceňovania podniku .....	19
2.8.1 Výnosové metódy .....	20
2.8.2 Majetkové metódy .....	26
2.8.3 Stanovenie peňažných tokov .....	27
2.8.4 Náklady kapitálu.....	28
3 ANALÝZA TRHU A CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI AUTO Heller s.r.o. ....	32
3.1 Predstavenie spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. ....	32
3.2 Strategická analýza.....	33
3.2.1 Externá analýza .....	33
3.2.2 Interná analýza .....	42
3.3 Finančná analýza .....	43
3.3.1 Vertikálna a horizontálna analýza .....	44
3.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov .....	46
3.4 SWOT analýza .....	53
4 APLIKÁCIA VYBRANÝCH METÓD OCEŇOVANIA .....	55
4.1 Plán generátorov hodnoty.....	55
4.1.1 Plán tržieb.....	55
4.2.1 Prevádzková zisková marža .....	57
4.1.3 Čistý pracovný kapitál.....	57
4.1.4 Plán investícií .....	58
4.2 Finančný plán .....	58



4.3 Ocenenie metódou <i>DCF Equity</i> .....	60
4.3.1 Stanovenie finančných tokov <i>FCFE</i> .....	60
4.3.2 Náklady na vlastný kapitál .....	61
4.3.3 Ocenenie metódou <i>DCF Equity</i> .....	62
4.4 Ocenenie metódou <i>DCF Entity</i> .....	63
4.4.1 Stanovenie finančných tokov <i>FCFF</i> .....	63
4.4.2 Náklady celkového kapitálu .....	64
4.4.3 Ocenenie metódou <i>DCF Entity</i> .....	64
4.5 Ocenenie metódou <i>EVA Entity</i> .....	65
4.5.1 Stanovenie čistých operačných aktív.....	65
4.5.2 Výpočet operačného výsledku hospodárenia .....	67
4.5.3 Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty.....	67
4.5.4 Ocenenie podniku pomocou metódy <i>EVA Entity</i> .....	68
4.6 Ocenenie účtovnou metódou .....	69
5 KOMPARÁCIA A ZHODNOTENIE DOSIAHNUTÝCH VÝSLEDKOV .....	70
5.1 Analýza citlivosti.....	70
5.2 Zhodnotenie a komparácia výsledkov .....	71
6 ZÁVER .....	73
Zoznam použitej literatúry .....	75
Zoznam skratiek .....	
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce .....	
Zoznam príloh .....	

# 1 ÚVOD

V modernej finančnej teórii je za hlavný cieľ finančného riadenia podniku považované dosiahnuť čo najvyššiu možnú tržnú hodnotu. Preto sa proces ocenenia stáva dôležitým nástrojom riadenia podniku pri stanovení dlhodobých strategických plánov. Existuje celá rada oceňovacích metód, ktorých použitie závisí od účelu ocenenia.

Cieľom diplomovej práce je určiť tržnú hodnotu spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. k 1.1.2012 pomocou výnosových metód *DCF Entity*, *DCF Equity* a *EVA Entity* a pomocou účtovnej metódy.

Diplomová práca je rozdelená do štyroch kapitol. Úvodná kapitola vymedzuje teoretické východiská pre proces ocenenia podniku. Zoznamuje so strategickou analýzou zameranou na analýzu externého a interného prostredia, ďalej s finančnou analýzou, SWOT analýzou a zostavením finančného plánu. Následne sú popísané jednotlivé metódy oceňovania.

Tretia kapitola je venovaná charakteristike spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. Táto charakteristika obsahuje aj prevedenú strategickú analýzu spoločnosti, ktorá vedie k odhadu budúcich tržieb spoločnosti v nasledujúcej kapitole, a finančnú analýzu zameranú na absolútne a vybrané pomerové ukazovatele. Pre zhrnutie výsledkov strategickej a finančnej analýzy je vytvorená SWOT analýza.

Predmetom štvrtej kapitoly je samotné ocenenie podniku AUTO Heller, s.r.o. Najprv je vytvorený finančný plán na nasledujúcich päť rokov. Pre aplikáciu jednotlivých metód oceňovania sú stanovené voľné peňažné toky, ekonomická pridaná hodnota a náklady kapitálu.

V poslednej kapitole je venovaná pozornosť komparácií a zhodnoteniu výsledkov ocenenia, zároveň je prevedená analýza citlivosti hodnoty podniku zistenej pomocou metódy *DCF Entity* na vybrané parametre.

## 2 PRÍSTUPY A METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU

Pri ocenení podniku sa stanovuje jeho hodnota, ktorá je kľúčovým parametrom pre manažérske riadenie podniku a významným spôsobom ovplyvňuje dlhodobé strategické rozhodnutia manažmentu. Hodnotu podniku je nutné poznať v rade prípadov, ako napríklad kúpa či predaj podniku, vklad do novo zakladaného podniku, fúzia, rozdelenie podnikov, pri vstupe na burzu, alebo pri poskytovaní úverov.

Pri ocenení je dôležité vymedziť objekt ocenenia a určiť, z akého pohľadu subjektu má byť ocenenie vytvorené. Ak je subjektom len vlastník, oceňuje sa vlastný kapitál podniku, ak je ocenenie prevádzané z pohľadu ako vlastníkov, tak veriteľov, oceňuje sa celkový kapitál podniku.

### 2.1 Podnik ako predmet ocenenia

V literatúre sú uvádzané rôzne definície podniku. Obchodný zákonník § 5, odst. 1 definuje podnik ako „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku rovněž náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“<sup>1</sup>

Pri ocenení podniku je dôležité rozlišovať medzi hodnotou a cenou. Cena je stanovená na základe ponuky a dopytu s ohľadom na fázu vývoja ekonomiky, stratégiu vyjednávania a psychologické faktory. Mala by sa pohybovať okolo hodnoty podniku. Hodnota podniku určuje tzv. objektivizovanú hodnotu, čiastku bez ohľadu na konkrétne okolnosti predaja, či nákupu. Pritom samotnú hodnotu podniku možno rozčleniť do nasledujúcich kategórií:

- tržná hodnota,
- subjektívna hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexná hodnota podľa Kolínskej školy.

#### 2.1.1 Tržná hodnota

Tržná hodnota je jednoducho povedané hodnota podniku z pohľadu trhu. Teda základným predpokladom je, že existuje trh, na ktorom sa s podnikmi obchoduje. Aby mohla vzniknúť tržná cena, je podmienkou, že na trhoch vystupuje viac kupujúcich a viac predávajúcich.

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Podľa Medzinárodných oceňovacích štandardov je tržná hodnota odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok zmenený k dátumu ocenenia medzi dobrovoľným kupujúcim a dobrovoľným predávajúcim, pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom obidve strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku. Táto hodnota sa používa v prípade veľkých firiem, ktorých akcie sú verejne obchodované na finančných trhoch, teda aj pri uvádzaní podniku na burzu, alebo pri predaji, kedy nie je známy konkrétny kupujúci.

### **2.1.2 Subjektívna hodnota**

Subjektívna hodnota predstavuje hodnotu z hľadiska konkrétneho subjektu, teda napríklad kupujúceho alebo predávajúceho, súčasného vlastníka a pod. Medzinárodné oceňovacie štandardy definujú subjektívnu hodnotu ako hodnotu investičnú, ktorá vyjadruje hodnotu majetku pre konkrétneho investora alebo triedu investorov pre stanovené investičné ciele. Subjektívna hodnota určitého majetkového aktíva sa teda môže líšiť od jeho tržnej hodnoty, pretože je v prevažnej miere daná subjektívnymi názormi a predstavami konkrétneho subjektu. Túto hodnotu je vhodné použiť v prípade ocenenia podniku pre konkrétny subjekt a jeho individuálne očakávanie do budúcnosti, pri kúpe či predaji podniku a pri rozhodovaní o sanácií alebo likvidácii podniku.

### **2.1.3 Objektivizovaná hodnota**

Objektivizovaná hodnota je hodnota stanovená profesionálnymi znalcami a odhadcami. Nemecké oceňovacie štandardy IDW S 1 uvádzajú nasledujúcu definíciu : „Objektivizovaná hodnota predstavuje typizovanú a inými subjektmi preskúmateľnú výnosovú hodnotu, ktorá je stanovená z pohľadu tuzemskej osoby – vlastníka, neobmedzene podliehajúceho daniam, pričom táto hodnota je stanovená za predpokladu, že podnik bude pokračovať v nezmenenom koncepte, pri využití realistických očakávaní v rámci tržných možností, rizík a ďalších vplyvov pôsobiacich na hodnotu podniku. Táto hodnota sa v praxi využíva hlavne pri poskytovaní úverov pre zistenie reálnej hodnoty podniku.“

### **2.1.4 Kolínska škola**

Kolínska škola alebo komplexná hodnota je založená na niekoľkých všeobecných funkciách oceňovania. Najdôležitejšou funkciou je funkcia poradenská, ktorej výsledkom sú informácie

o minimálnej cene pre predávajúceho a o maximálnej cene pre kupujúceho. Ďalšou funkciou je rozhodcovská funkcia, ktorej zmyslom je nájsť najspravodlivejšiu cenu. Argumentačná funkcia poskytuje podklady argumentov pre jednanie s druhou stranou. Poslednou funkciou je daňová funkcia, ktorá poskytuje podklady pre daňové účely.

## **2.2 Proces ocenenia**

Pred zahájením procesu ocenenia je dôležité si uvedomiť účel, pre ktorý sa podnik oceňuje, a aká hodnota má byť výsledkom ocenenia. Tieto faktory majú vplyv na postup, výber techniky a v konečnom dôsledku aj na výsledok ocenenia. Samotný proces ocenenia potom pozostáva z nasledujúcich fáz:

- zber dát,
- strategická analýza,
- finančná analýza,
- SWOT analýza,
- finančný plán,
- ocenenie vybranou metódou.

Keďže sú jednotlivé kroky tohto procesu dôležitou časťou celkového ocenenia, bude každej fáze oceňovacieho procesu venovaná pozornosť v nasledujúcich samostatných kapitolách.

## **2.3 Zber dát**

Dostatočné informačné vstupy sú predpokladom pre správne ocenenie podniku. Tieto informácie možno rozdeliť do viacerých skupín: interné podnikové informácie, odvetvové informácie a prognózy, mikroekonomické a makroekonomické informácie.

*Interné podnikové informácie* zahrňujú základné dáta o podniku (dáta identifikujúce podnik, názov, právna forma podnikania, identifikačné číslo, predmet podnikania, rozdelenie majetkových podielov, základná riadiaca štruktúra podniku, informácie o histórii podniku apod.) a ekonomické údaje ako účtovné výkazy, výročné správy, správy audítorov a pokiaľ existujú, tak aj podnikové plány.

*Odvetvové informácie a prognózy* sa týkajú analýzy relevantného trhu. Stanovuje sa veľkosť a vývoj tohto trhu, postavenie a zastúpenie oceňovaného podniku na tomto trhu, faktory jeho vývoja, atraktivita relevantného trhu ako aj jeho konkurenčná štruktúra apod.

*Mikroekonomické informácie* riešia otázky legislatívneho charakteru a ratingových ohodnotení a *makroekonomické informácie* charakterizujú stav a vývoj ekonomiky a finančných trhov.

## **2.4 Strategická analýza**

Strategická analýza poskytuje východiská pre formulovanie stratégie, ktorá má podniku zaistiť určitú konkurenčnú výhodu. Základom je nájsť súvislosť medzi podnikom a jeho okolím a na základe toho formulovať takú stratégiu, ktorá pripraví daný podnik na všetky situácie, ktoré s veľkou pravdepodobnosťou môžu nastať.

Strategická analýza obsahuje rôzne analytické techniky využívané pre identifikáciu vzťahov medzi okolím podniku, zahrňujúcim makrookolie, odvetvie, konkurenčné sily, a zdrojovým potenciálom podniku. Pri určovaní vzájomných vzťahov medzi jednotlivými faktormi je dôležité odhadnúť budúce trendy a javy, ktoré môžu v priebehu strategického obdobia nastať. Hlavnou úlohou strategickej analýzy je teda nájsť faktory, ktoré ovplyvňujú stratégiu podniku, kvantifikovať ich očakávaný vývoj a vplyv na podnik.

Strategická analýza vymedzuje dve navzájom závislé a prepojené roviny - okruhy faktorov, ktoré sleduje, a to vonkajšie a vnútorné faktory.

Základnými fázami strategickej analýzy sú:

- externá analýza - analýza okolia,
- interná analýza - analýza vnútorných zdrojov a schopností.

V nasledujúcich podkapitolách je pozornosť zameraná na tieto čiastočné analýzy.

### **2.4.1 Externá analýza**

Analýza okolia sa zaoberá identifikáciou faktorov okolia podniku, ktoré vytvárajú potenciálne príležitosti a hrozby a určujú tým strategické postavenie podniku. V rámci analýzy okolia rozlišujeme medzi faktormi v makrookolí a mikrookolí.

Analýza vplyvu makrookolie využíva metódu *PEST*, ktorá analyzuje politické, ekonomické, sociálnokultúrne a technologické vplyvy makrookolie.

Analýza mikrookolie, ktoré je vymedzené odvetvím, sa sústreďuje na analýzu s dôrazom na konkurenčné prostredie.

### 2.4.1.1 Analýza makrookolie

Analýza makrookolie využíva *PEST* analýzu, ktorá delí vplyvy do štyroch základných skupín, a to faktory politické a legislatívne, ekonomické, sociálnokultúrne a technologické.

**Politické a legislatívne faktory** môžu pre podniky predstavovať významnú príležitosť, ako aj hrozbu. Aby bola krajina investične atraktívna, je dôležitá predovšetkým zahraničná a národná politická situácia, členstvo v EU apod. Priamo sa potom každého podniku dotýkajú politické obmedzenia typu daňových zákonov, regulácie exportu a importu, cenovej politiky, ochrany životného prostredia a veľa ďalších.

**Ekonomické faktory** vyplývajú z ekonomickej podstaty a základných smerov ekonomického rozvoja a sú charakterizované stavom ekonomiky. *Miera ekonomického rastu* ovplyvňuje úspešnosť podniku na trhu tým, že priamo vyvoláva rozsah aj obsah príležitostí a hrozieb. Je na mieste spomenúť, že podniky a odvetvia, v ktorých pôsobia, možno podľa ich vzťahu k vývoju HDP triediť na *cyklické*, *anticyklické* a *neutrálne*. U cyklických odvetví platí, že vývoj ekonomiky a tržieb odvetvia má rovnaký smer. Teda ekonomický rast vedie k zvýšenej spotrebe, ktorá sa sústreďuje v danom cyklickom odvetví, zvyšujú sa príležitosti na trhu a naopak. Anticyklické odvetvie má opačný trend vývoja ako ekonomika a takéto odvetvie je naopak prosperujúce v období, keď dochádza k hospodárskemu poklesu. Neutrálne odvetvia sú typické tým, že dopyt po ich tovare je málo elastický, tzn. že vývoj ekonomiky nemá tak výrazný vplyv ako v iných prípadoch.

Medzi ďalšie ekonomické faktory patrí napríklad *úroková miera*. Nízka úroveň úrokovej miery predstavuje príležitosť pre realizáciu podnikových zámerov, ktoré sa pri nižších sadzbách stávajú lacnejšími. Naopak vysoká *miera inflácie* sa môže negatívne odraziť v intenzite investičných činností, a bude tak ekonomický rozvoj limitovať. *Devízové kurzy* ovplyvňujú predovšetkým konkurencieschopnosť podnikov na zahraničných trhoch.

**Sociálne a demografické faktory** odrážajú vplyvy spojené s postojom a životom obyvateľstva a jeho štruktúrou. Zmeny v demografickej štruktúre, ako napr. starnutie obyvateľstva vytvára príležitosti pre rozvoj odvetví pohybujúcich sa v oblasti zdravia, starostlivosti o senioroch apod. V tejto oblasti sa začínajú prejavovať aj hlasy vyjadrujúce postoj k životnému prostrediu. Menia sa technologické postupy, výrobky atď., tak, aby boli šetrnejšie k životnému prostrediu,

**Technologické faktory** sú dôležité pre zachovanie aktívnej inovačnej činnosti, tak aby sa podnik vyhol zaostalosti a nebol tak proti konkurencii v nevýhode.



### 2.4.1.2 Analýza mikrookolía

Mikrookolie podniku je tou časťou okolia obklopujúcou podnik, ktoré je v porovnaní s makrookolím relatívne ľahko ovplyvniteľné zo strany podniku. Zaraďujeme tam najbližšiu konkurenciu, ich výrobky a služby, potenciálnych konkurentov, dodávateľov a zákazníkov. Pri analýze mikrookolía teda analyzujeme odvetvie, v ktorom podnik pôsobí. Najprv je dôležité si stanoviť hranice odvetvia, teda identifikovať *relevantný trh*. Sedláčková (2006, str. 31) definuje odvetvie ako „skupinu podnikov, ktorých výrobky majú toľko spoločných charakteristík, že uspokojujú rovnaké potreby na rovnakom základe, t.j. súťažou o rovnakého zákazníka“. Pri analýze odvetia (relevantného trhu) je nutné analyzovať základné charakteristiky odborového okolia ako veľkosť trhu, geografický rozsah konkurencie, rast trhu a fázu životného cyklu, počet konkurentov a ich veľkosť, štruktúru zákazníkov, stupeň integrácie, vstupné a výstupné bariéry, tempo zmien technológií, výrobné inovácie, nároky na kapitál, diferenciáciu výrobkov a mieru hospodárnosti.

Základným predpokladom prežitia podniku v dnešnom silne **konkurenčnom prostredí** je podrobná analýza súperov. Je nutné zaoberať sa ich konkurenčným postavením v odvetví, odhaliť ich konkurenčné výhody a budovať vlastné strategické výhody. Podľa Portera (1994, str. 49) existujú štyri komponenty pre analýzu konkurenta: „budúce ciele, súčasná stratégia, predpoklady a schopnosti“. V rámci konkurenčného boja zohráva svoju úlohu aj ohrozenie zo strany novo vstupujúcich firiem, či podnikov vzniknutých akvizíciou, ktoré prinášajú do odvetvia dodatočnú kapacitu a často značné zdroje. To však, ako píše Porter (1994, str. 7), „môže viesť k stlačeniu cien, alebo rastu nákladov a tým k zníženiu ziskovosti.“ „Hrozba konkurenčnej sily potenciálnych konkurentov závisí od výšky bariér vstupu na trh. Teda na rade faktoroch, ktoré bránia podniku presadiť sa v danom mikrookolí“ (Deduchová, 2001, str. 18) a na reakcii stávajúcich účastníkov.

Ďalšou dôležitou súčasťou analýzy mikrookolía je hodnotenie vyjednávacieho **vplyvu dodávateľov**. „Sila dodávateľov určuje, v akom pomere si hodnotu vytvorenú pre zákazníka privlastní skôr dodávateľ než konkurenti v danom odvetví“. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 56).

Rovnako je hodnotená aj opačná strana na predajnom reťazci, teda vyjednávací **vplyv zákazníkov**. Tí s cieľom stlačiť cenu čo najnižšie a získať vyššiu kvalitu a lepšie služby, stavajú konkurentov v odvetví proti sebe a tým spôsobujú straty potenciálnych ziskov.

## 2.4.2 Interná analýza

Interná analýza rieši stav a možnosti podniku. Je dôležité identifikovať silné stránky podniku, ktoré by mohli figurovať ako zdroj konkurenčnej výhody a slabé stránky, ktoré by sa mohli stať hrozbou. Cieľom internej analýzy je skúmať vnútorné podnikové stránky, zdroje, schopnosti a ich štruktúru. Podnikové zdroje predstavujú najväčší potenciál pre získanie konkurenčnej výhody. Tieto zdroje delíme na hmotné, nehmotné, ľudské a finančné.

**Hmotné zdroje** predstavujú kategóriu, pri ktorej sa analyzuje ich staroba, kapacita, technický stav, náročnosť na spotrebu apod.

**Ľudské zdroje** sú tvorené zamestnancami, zisťuje sa ich počet, kvalifikácia a motivácia. V súčasnosti sa ľudské zdroje stávajú jednou z najdôležitejších súčastí konkurenčného boja, pretože ako píše Dedouchová (2001, str. 46): „Pravým bohatstvom podniku je jeho znalostný a intelektuálny kapitál.“

**Finančné zdroje** tvorí vlastný a cudzí kapitál, v tejto otázke sa zaoberáme štruktúrou kapitálu, jeho získavaním a nákladmi. Jedná sa v podstate o hodnotenie finančného zdravia podniku, ktoré je skúmané v rámci finančnej analýzy.

**Nehmotné zdroje** bývajú v analýze zdrojov podniku podceňované, pritom celá rada spoločností postavila svoju konkurenčnú výhodu na vlastníctve patentu. Ďalšími nehmotnými zdrojmi sú technológie, licencie, know-how, ochranné známky, imidž firmy, obchodné tajomstvo apod.

## 2.5 Finančná analýza

Podľa Dluhošovej (2006, str. 71) je „hlavnou úlohou finančnej analýzy pokiaľ možno komplexne posúdiť úroveň súčasnej finančnej situácie podniku (finančného zdravia), posúdiť vyhliadky na finančnú situáciu podniku v budúcnosti a pripraviť opatrenia k zlepšeniu ekonomickej situácie podniku, zaistenie ďalšej prosperity podniku, k príprave a skvalitneniu rozhodovacích procesov.“

Finančná analýza pozostáva z niekoľkých fáz. Na začiatku je nutné získať vstupné dáta a analyzovať základné účtovné výkazy, potom je nutné si zvoliť metódu analýzy, vypočítať jednotlivé ukazovatele, následne interpretovať dosiahnuté výsledky a identifikovať hlavné faktory nežiaduceho vývoja. Na záver je vhodné navrhnúť potrebné opatrenia.

Zdrojom informácií pre prevedenie finančnej analýzy sú predovšetkým výkazy finančného účtovníctva, ktoré poskytujú informácie hlavne externým užívateľom a medzi ktoré patrí rozvaha, výkaz zisku a straty a výkaz cash flow. Ďalším zdrojom informácií sú aj rôzne

výkazy vnútropodnikového účtovníctva, ktoré si podnik na základe vlastných metodík vytvára pre vlastné potreby, sú teda neprístupné verejnosti. Patria tam napríklad výkazy vynakladania podnikových nákladov, výkony jednotlivých stredísk a pod. Kvantifikované nefinančné informácie sú zdrojom informácií o produkcii, odbyte, zamestnanosti, interných smerníc atď. V podstate sa jedná o kvantifikované štatistiky. Ďalej existujú aj nekvantifikované informácie zastúpené správami vedúcich pracovníkov, rôzne prognózy, komentáre manažérov, nezávislé hodnotenia a pod.

### 2.5.1 Metódy finančnej analýzy

Základné členenie metód finančnej analýzy rozlišuje metódy deterministické a stochastické.

Metódy *deterministické* sa využívajú predovšetkým k analýze odchýlok, pre analýzu súhrnného vývoja, pre analýzu štruktúry a trendov.

*Analýza vývojových trendov*, ktorá je označovaná aj ako horizontálna analýza posudzuje vývoj hodnôt v čase a zmeny súhrnných ukazovateľov (tržby, zisk, pasíva, aktíva, cash flow z prevádzkovej, finančnej a investičnej činnosti). Pomocou horizontálnej analýzy môžeme skúmať priebeh zmien a odhadovať dlhodobé trendy významnejších položiek. Sledujeme pritom ako absolútne zmeny, tak aj zmeny relatívne. K rozboru sa používajú reťazové aj bázičné indexy. *Bázičné metódy* porovnávajú hodnoty určitého ukazovateľa v jednotlivých obdobiach s hodnotou toho istého ukazovateľa vo vybranom stále rovnakom období, ktoré je zvolené ako základné, zrovnávacie. *Reťazové metódy* zrovnávajú hodnoty určitého ukazovateľa v jednotlivých obdobiach s hodnotou toho istého ukazovateľa v predchádzajúcom období.

*Analýza štruktúry* alebo vertikálna analýza slúži k posúdeniu významu čiastočných zložiek na zložení vybraného súhrnného absolútneho ukazovateľa. Pri rozbere rozvahy sa ako základ používa súhrnná čiastka aktív alebo pasív, ostatné položky sa vyjadria ako podiel na tejto základni. Pri rozbere výkazu zisku a straty sa berú ako základ celkové výnosy.

*Pomerová analýza* je základom finančnej analýzy a analyzuje sústavu vybraných pomerových ukazovateľov. Pomerové ukazovatele tvoria spravidla určitú sústavu, ktorá sa podľa spôsobu konštrukcie delí na pyramídovú a paralelnú sústavu ukazovateľov. Rozdiel medzi týmito sústavami je v tom, že pre pyramídovú sústavu ukazovateľov je typická existencia základného ukazovateľa, ktorý je postupne rozkladaný do čiastočných vysvetľujúcich ukazovateľov tak, že celá sústava má tvar pyramídy. Na rozdiel od paralelnej sústavy ukazovateľov, ktorá je tvorená skupinami ukazovateľov podľa ich príbuznosti a interpolácie.

*Matematicko-štatistické metódy* vychádzajú z údajov dlhších časových rád. Zakladajú sa na exaktných metódach, vrátane vyhodnotenia štatistickej spoľahlivosti výsledkov. Patrí tam regresná analýza, diskriminačná analýza, analýza rozptylu a testovanie štatistických hypotéz. Aby sa dali výsledky finančnej analýzy zhodnotiť, používa sa zrovnanie výsledkov. Rozoznávame *zrovnanie voči norme*, ďalej *zrovnanie v priestore* alebo *v čase*. Podstatou zrovnania vzhľadom k norme je zrovnanie ukazovateľov s ich žiaducimi normovanými (plánovanými) hodnotami. Zrovnávanie ukazovateľov vzhľadom k priestoru zahŕňa predovšetkým medzipodnikové zrovnávanie.

## **2.5.2 Pomerová analýza**

Pri pomerovej analýze sú používané pomerové ukazovatele, ktoré pomerujú údaje z finančných výkazov. Využívajú sa buď výhradne údaje z výkazu zisku a straty (napríklad ukazovatele nákladovej štruktúry), alebo výhradne údaje z rozvahy (napríklad majetkový koeficient), alebo sa používa kombinácia údajov z výkazu zisku a straty a údajov z rozvahy (príkladom je napr. rentabilita kapitálu).

Základnými oblasťami ukazovateľov finančnej analýzy sú ukazovatele finančnej stability a zadlženosti, ukazovatele rentability, ukazovatele likvidity a ukazovatele aktivity.

### **2.5.2.1 Ukazovatele rentability**

Rentabilita je jedným z najsledovanejších kritérií ako zo strany veriteľov, tak zo strany samotných vlastníkov. Jedná sa o výnosnosť alebo mieru ziskovosti. Vypovedá o schopnosti podniku, ako efektívne vie nakladať s podnikovými zdrojmi. Základným kritériom hodnotenia rentability je rentabilita vloženého kapitálu, podľa toho aký kapitál je vo vzorci použitý sa rozlišuje *rentabilita aktív (Return on Assets, ROA)*, *rentabilita vlastného kapitálu (Return on Equity, ROE)*, *rentabilita dlhodobo investovaného kapitálu (Return on Capital Employed, ROCE)*.

**Rentabilita aktív** odráža efekt, ktorý bol dosiahnutý z celkových aktív. Preto by aj čitateľ mal obsahovať mieru celkového výnosu. Keďže majetok (aktíva) sú financované ako z vlastných, tak aj cudzích zdrojov, je vhodné do čitateľa zahrnúť výnos pre vlastníkov aj veriteľov, prípadne aj pre štát - tým je tzv. *EBIT (Earnings Before Interest and Tax)*. Výpočet je uvedený vo vzorci 2.1.

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.1)$$

kde *EBIT* je zisk pre úrokmi a daňami a *A* sú aktíva.

**Rentabilita vlastného kapitálu** vyjadruje celkovú výnosnosť vlastných zdrojov a ich zhodnotenie v zisku. Najvýraznejšie tento ukazovateľ ovplyvňuje rentabilita celkového kapitálu a úroveň úrokovej miery cudzieho kapitálu. Rast úrovne rentability vlastného kapitálu môže mať viacero dôvodov. Napríklad väčšie vytvorené zisky spoločnosti, pokles úrokovej miery cudzieho kapitálu, zníženie podielu vlastného kapitálu na celkovom kapitále a kombinácie týchto dôvodov. Ak tento ukazovateľ poklesne z dôvodu zvýšenia podielu vlastného kapitálu na celkových zdrojoch z dôvodu kumulácie nerozdeleného zisku z predchádzajúcich účtovných období, signalizuje to chybnú investičnú politiku spoločnosti. Aj v prípade, že sú tieto prostriedky kumulované za účelom budúcej investície, efektívne je umiestniť tieto prostriedky tak, aby vytvárali nové zdroje, teda aby sa zhodnocovali. Mali by sa využiť termínované vklady, nakúpiť štátne obligácie. Rentabilita vlastného kapitálu sa vypočíta podľa vzorca 2.2.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.2)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *VK* je vlastný kapitál.

**Rentabilita dlhodobo investovaného kapitálu** vyjadruje efekt z dlhodobých investícií. Medzi takéto dlhodobé zdroje radíme vlastný kapitál spojený s dlhodobými cudzími zdrojmi a vzťahuje sa len k spoplatnenému kapitálu.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + DD}, \quad (2.3)$$

kde *EBIT* je zisk pre úrokmi a daňami, *VK* je vlastný kapitál a *DD* sú dlhodobé dlhy.

### 2.5.2.2 Ukazovatele zadlženosti a finančnej stability

Ukazovatele zadlženosti pracujú ako indikátory výšky rizika, ktoré podnik nesie pri danom pomere a štruktúre vlastného a cudzieho kapitálu. Určitá výška zadlženia býva pre firmu prospešná, pretože cudzí kapitál je lacnejší než vlastný. Zároveň však podnik s vyššou zadlženosťou nesie aj vyššie riziko, pretože musí byť schopný plniť svoje záväzky bez ohľadu na to, ako sa mu darí. Základnými ukazovateľmi tejto kategórie sú: *podiel vlastného kapitálu na aktívach (Equity Ratio)*, *stupeň krytia stálych aktív*, *majetkový koeficient (Equity*

*Multiplier*), *ukazovateľ celkovej zadlženosti*, *ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu* (*Debt/Equity Ratio*), *úrokové krytie* a *úrokové zaťaženie*.

**Podiel vlastného kapitálu na aktívach** vypovedá o dlhodobej finančnej stabilite a udáva, akou časťou sa vlastný kapitál podieľa na celkových aktívach. Zároveň je ukazovateľom finančnej samostatnosti. Výpočet tohto ukazovateľa udáva vzorec 2.4.

$$\text{Podiel VK na A} = \frac{VK}{A}, \quad (2.4)$$

kde VK je vlastný kapitál a A sú celkové aktíva.

**Stupeň krytia stálych aktív** pomeruje dlhodobý kapitál, tvorený vlastným kapitálom a dlhodobými cudzími zdrojmi, ku stálym aktívam. Platí, že stály dlhodobý majetok by mal byť krytý dlhodobými zdrojmi, takže jeho hodnota by mala dosahovať aspoň 100%. Ukazovateľ sa vypočíta podľa vzorca 2.5.

$$\text{Stupeň krytia stálych aktív} = \frac{SA}{DK}, \quad (2.5)$$

kde SA sú stále aktíva a DK je dlhodobý kapitál.

**Majetkový koeficient** je obrátenou hodnotou podielu vlastného kapitálu na aktívach. Vyjadruje, koľko korún pripadá na jednu korunu vlastných zdrojov. Jeho interpretácia je zložitejšia. Pre finančne zdravý podnik je vhodné, aby dlhodobo bol tento ukazovateľ stabilný, alebo aspoň neklesajúci. Vypočíta sa podľa vzorca 2.6.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{A}{VK}, \quad (2.6)$$

kde A sú aktíva celkom a VK je vlastný kapitál.

**Ukazovateľ celkovej zadlženosti** alebo ukazovateľ veriteľského rizika meria podiel veriteľov, teda cudzieho kapitálu na celkovom kapitále. Tento ukazovateľ je sledovaný predovšetkým bankami. Vypočítame ho pomocou vzorca 2.7.

$$\text{Ukazovateľ celkovej zadlženosti} = \frac{CK}{A}, \quad (2.7)$$

kde CK je cudzí kapitál a A sú aktíva celkom.

**Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu** vyjadruje pomer cudzieho a vlastného kapitálu. U stabilných spoločností by sa mal pohybovať v intervale 80% až 120% (Dluhošová, 2010, str. 79). Vzorec 2.8 uvádza výpočet tohto ukazovateľa.

$$\text{Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu} = \frac{CK}{VK}, \quad (2.8)$$

kde *CK* je cudzí kapitál a *VK* je vlastný kapitál.

**Úrokové krytie** udáva, koľkokrát sú úroky kryté výškou prevádzkového zisku. Čím je jeho hodnota vyššia, tým je finančná situácia lepšia. Tento ukazovateľ pomeruje prevádzkový zisk a úroky, ako ukazuje vzorec 2.9.

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}, \quad (2.9)$$

kde *EBIT* je prevádzkový zisk, alebo zisk pred úrokmi a daňami.

**Úrokové zaťaženie** vyjadruje, akú časť vytvoreného zisku pohltia úroky. Vypočíta sa podľa vzorca 2.10.

$$\text{Úrokové zaťaženie} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}, \quad (2.10)$$

kde *EBIT* je zisk pred úrokmi a daňami.

### 2.5.2.3 Ukazovatele likvidity

Likvidita vyjadruje schopnosť podniku hradiť svoje záväzky. Je závislá od toho, ako dokáže podnik získavať prostriedky na potrebné platby, teda na tom, ako rýchlo je podnik schopný inkasovať svoje pohľadávky, či sú jeho výrobky predajné, alebo je schopný v prípade potreby predať svoje zásoby. Likvidita podniku sa meria pomocou nasledujúcich ukazovateľov: *ukazovateľ celkovej likvidity (Current Ratio)*, *ukazovateľ pohotovej likvidity (Quick Ratio)* a *ukazovateľ okamžitej likvidity (Cash Ratio)*.

**Ukazovateľ celkovej likvidity** pomeruje objem obežných aktív chápaných ako potenciálny objem peňažných prostriedkov s objemom záväzkov splatných v blízkej budúcnosti, teda sa jedná o krátkodobé záväzky, spravidla neúročené krátkodobé záväzky z obchodného styku a krátkodobé bankové úvery. Dôležité je však zrovnanie s podnikmi s obdobným charakterom činnosti, alebo s priemerom za odvetvie. Vzorec 2.11 uvádza spôsob výpočtu.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}, \quad (2.11)$$

kde *OA* sú obežné aktíva a *KZ* sú krátkodobé záväzky.

**Ukazovateľ pohotovej likvidity** lepšie zachycuje reálny stav likvidity, pretože z obežných aktív v čitateli zlomku odstraňuje zásoby, ktoré predstavujú nemenej likvidnú časť obežného majetku, vid'. vzorec 2.12.



$$\text{Pohotov\'a likvidita} = \frac{OA - Z}{KZ}, \quad (2.12)$$

kde  $OA$  predstavujú krátkodobý obežný majetok,  $Z$  sú zásoby a  $KZ$  sú krátkodobé záväzky.

**Ukazovateľ okamžitej likvidity** je z krátkodobého hľadiska najvýznamnejší. Obežné aktíva sú tu zastúpené len pohotovými platovými prostriedkami, ktoré tvoria peniaze na účtoch, peniaze v pokladni, šeky. Výpočet tohto ukazovateľa uvádza vzorec 2.13.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP}{KZ}, \quad (2.13)$$

kde  $PP$  sú pohotové peňažné prostriedky,  $KZ$  sú krátkodobé záväzky.

#### 2.5.2.4 Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity zaznamenávajú relatívnu viazanosť kapitálu v rôznych formách aktív, ako dlhodobých tak krátkodobých. V podstate sa jedná o ukazovatele doby obratu a obratovosti, ktoré sa využívajú pre riadenie aktív. Spravidla sa sleduje *doba obratu zásob, pohľadávok a krátkodobých záväzkov*.

**Doba obratu zásob** ukazuje ako rýchlo dôjde k obratu zásob voči tržbám. Výpočet obsahuje vzorec 2.14.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{Zás. \cdot 360}{T}, \quad (2.14)$$

kde  $Zás.$  sú zásoby a  $T$  sú tržby.

**Doba obratu pohľadávok** vyjadruje za ako dlho sú priemerne splácané pohľadávky, t.j. za ako dlho sú priemerne splatené faktúry zo strany odberateľov. Vzorec 2.15 uvádza spôsob výpočtu.

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = \frac{Pohl'. \cdot 360}{T}, \quad (2.15)$$

kde  $Pohl'$  sú pohľadávky a  $T$  tržby.

**Doba obratu záväzkov** vyjadruje platobnú disciplínu podniku voči dodávateľom, uvádza na ako dlho priemerne poskytujú obchodní partneri podniku obchodné úvery. Doba obratu záväzkov by mala byť dlhšia než doba obratu pohľadávok. Vypočíta sa obdobne ako predchádzajúce doby obratov, vid'. vzorec 2.16.

$$\text{Doba obratu záväzkov} = \frac{Z \cdot 360}{T}, \quad (2.16)$$

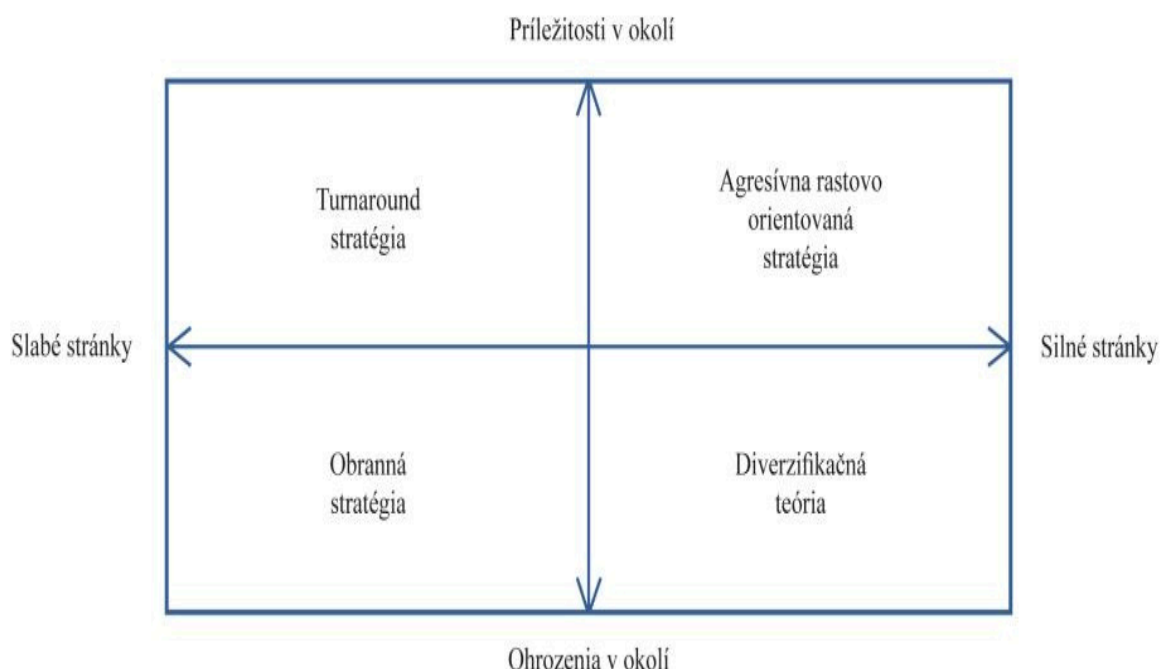
kde  $Z$  sú záväzky a  $T$  sú tržby.

## 2.6 SWOT analýza

SWOT analýza je úhrnnou syntézou externej analýzy, v ktorej sme identifikovali príležitosti a hrozby podniku a internej analýzy, pomocou ktorej sme našli silné a slabé stránky. Aplikácia SWOT analýzy musí smerovať k identifikácii, posúdeniu vplyvov, k predikcii vývojových trendov faktorov externého prostredia a internej situácii podniku a ich vzájomných súvislosti. Na základe odhadu a ocenenia silných a slabých stránok, budúcich príležitostí a hrozieb určujú podniky svoju konkurenčnú výhodu a formujú stratégiu.

Pre názornejšiu konfrontáciu príležitostí a rizík so silnými a slabými stránkami je možné vytvoriť tzv. SWOT diagram, ktorý utvára štyri vzorové situácie, pre ktoré sú formulované konkrétne stratégie.

Obrázok 1 : Diagram analýzy SWOT



Zdroj: Sedláčková, Buchta, 2006, str. 92

### „SO“ Strenghts – Opportunities

Kombinácia silných stránok a príležitostí ponúka najoptimistickejšiu variantu stratégie. Mala by byť rastovo až agresívne zameraná, býva označovaná aj ako „max – max“.

### „ST“ Strenghts – Threats

Kombinácia silných stránok a ohrozenia predpokladá včasnú identifikáciu hrozieb a pomocou silných stránok ich premenu v príležitosti. Vyberá sa stratégia diverzifikačná.

### **„OW“ Opportunities – Weaknesses**

Jedná sa o kombináciu zvanú turnaround, ktorá je založená na maximalizácii príležitosti k prekonávaniu a eliminovaniu slabých stránok.

### **„WT“ Weaknesses – Threats**

Najnepriaznivejšia kombinácia slabých stránok a ohrození, tzv. pozícia „min – min“. Podnik volí obrannú stratégiu založenú na rade kompromisov a ústupkov. Snaha minimalizovať riziká a slabé stránky.

## **2.7 Finančný plán**

Finančný plán je výsledkom finančného plánovania, ktorý v sebe zahŕňa tvorbu finančných cieľov, súbor opatrení a činností potrebných na dosiahnutie tohto cieľa. Predstavuje kľúčový nástroj riadenia firmy, ktorý kombinuje aktivity a zdroje. Komplexne zahŕňa všetky činnosti podniku, ktoré sú napriek nerovnorodosti jednotlivých aktivít pomocou finančného plánu prevádzané na jednotnú finančnú veličinu. Plán je zameraný vždy na zvýšenie tržnej hodnoty podniku a dosahovanie zisku.

Zostavujú ho pracovníci, ktorí sú zodpovední za jeho prevádzanie. Finančný plán je založený na kľzavom princípe, každý rok sa zostavujú plány na niekoľko ďalších rokov, pričom sa upravuje podľa meniacich sa podmienok tak, aby bol reálny. V rámci zostavenia finančného plánu sa spracováva *výkaz zisku a straty*, ktorý zachycuje vzťah medzi nákladmi a výnosmi, *rozvaha* vykazujúca stav majetku a zdroje jeho krytia, *výkaz o peňažných tokoch* vysvetľujúci vzťah medzi príjmami a výdajmi a *kritéria hodnotenia*.

Podľa autora Zmeškala (2004) „Tieto aspekty sú vzájomne previazané a je nutné ich chápať ako jeden celok a mať ich vždy na zreteli vrátane ich väzieb. Dôležité je tiež si uvedomiť, že výkazy zisku a straty a cash-flow sú vyjadrené v tokových veličinách, rozvaha potom vyjadruje stav k určitému časovému momentu.“

Tvorba finančného plánu je základným východiskom pre ocenenie podniku, predovšetkým pri oceňovaní výnosovými metódami. Základom je vytvorenie čiastočných plánov:

- Plán tržieb, ktorý vychádza zo strategickej analýzy, pomocou ktorej bol zistený potenciálny rast tržieb. Dôležité je zistiť, aké sú výrobné kapacity podniku a na základe toho vytvoriť plán investícií a financovania.
- Plán prevádzkovej ziskovej marže, ktorá je definovaná ako pomer upraveného prevádzkového výsledku hospodárenia pred daňami a odpismi k tržbám. V tejto fáze sa zisťuje vzťah medzi zmenami nákladov a objemom výroby.

- Plán pracovného kapitálu, pomocou ktorého zisťujeme náročnosť výkonov (tržieb) na jednotlivých zložkách čistého pracovného kapitálu, tzn. výsledkom je určenie zásob, pohľadávok a krátkodobých záväzkov.
- Plán investícií je závislý od investičnej výstavby a plánov kapacít vzhľadom k rastu tržieb, súčasne je nutné plánovať aj odpisy.
- Plán financovania investičných zámerov, vrátane predpokladanej splátky úveru, prijímania nových úverov a navýšenia vlastného kapitálu. Výsledkom je rozhodnutie, z akých zdrojov sa zaistí potrebná finančná rovnováha.

Jednotlivé čiastočné plány sa podieľajú na tvorbe základných účtovných výkazov – výkazu zisku a strát (VZS), výkazu cash-flow (CF) a rozvahy. Celý systém je nutné vybilancovať, pretože jednotlivé fázy sa medzi sebou prelínajú a navzájom ovplyvňujú. Základné bilančné podmienky, ktoré musia byť splnené:

- náklady + zisk = tržby,
- aktíva = pasíva,
- príjmy = výdaje.

Vybilancovanie sa prevádza pomocou vyžitia nástroja Excel, *Iterácia*, ktorá bilancuje celý systém v cykloch. Po zostavení plánov je nutné zhodnotiť kľúčové kritéria a posúdiť, či bude naplnený stanovený podnikový cieľ.

## 2.8 Metódy oceňovania podniku

Existuje celá rada metód stanovenia hodnoty podniku, popisovaných teoreticky i prakticky využívaných. Voľba správnej metódy ovplyvňuje, či bude naplnený cieľ ocenenia. V zásade možno jednotlivé prístupy k oceňovaniu členiť podľa konceptu ocenenia a podľa spôsobu zohľadnenia neurčitosti a rizika. Pri výbere metódy pre stanovenie hodnoty podniku zohľadňujeme subjektívne postoje oceňovateľa a v prvom rade sledujeme účel ocenenia.

Podľa metodického konceptu možno metódy členiť nasledovne:

1. Výnosové metódy - ocenenie na základe analýzy výnosov :
  - metódy diskontovaných peňažných tokov (DCF),
  - metódy kapitalizovaných ziskov,
  - metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA).
2. Majetkové metódy – ocenenie na základe analýzy majetku:
  - účtovná hodnota na princípe historických cien,
  - substančná hodnota na princípe reprodukčných cien,

- likvidačná hodnota.
3. Komparatívne metódy – na základe tržného zrovnania:
- ocenenie na základe zrovnateľných podnikov,
  - ocenenie na základe zrovnateľných transakcií,
  - ocenenie na základe odvetvových multiplikátorov.
4. Kombinované metódy.

Metódy oceňovania podniku prebiehajúce za rizika možno členiť nasledovne:

1. Aktívna metóda:
  - flexibilná metóda - metodológia reálnych opcí.
2. Pasívne metódy:
  - metóda istotných ekvivalentov,
  - metóda upraveného nákladu kapitálu.

Popis jednotlivých metód je obsahom nasledujúcich kapitol.

## **2.8.1 Výnosové metódy**

Táto skupina metód vychádza z myšlienky, že hodnota nejakého aktíva je daná očakávaným úžitkom pre jeho držiteľa. Pre podnik sú týmto úžitkom očakávané výnosy, teda hodnota podniku je určená ako súčasná hodnota budúcich peňažných tokov, ktoré bude generovať. Najviac využívanými metódami z tejto skupiny sú metódy diskontovaných peňažných tokov (*DCF*), metóda kapitalizovaných ziskov a metóda ekonomickej pridanej hodnoty (*EVA*).

### **2.8.1.1 Metóda diskontovaných peňažných tokov**

Tieto metódy sú založené na odhadoch budúcich voľných peňažných tokoch plynúcich z podnikateľskej činnosti. Pri ich použití sa postupuje v niekoľkých krokoch. Prvým krokom je správne vymedzenie budúcich peňažných tokov, ďalej je nutné stanoviť náklady kapitálu, ktorým sú peňažné toky diskontované a nakoniec sa stanoví hodnota podniku na základe použitia vybranej metódy. U *DCF* metód existuje niekoľko variant, ktorých rozlišovacím kritériom je to, z pohľadu akého investora do podnikového kapitálu sú tieto peňažné toky chápané. Rozlišujeme tieto tri varianty:

- metódy *DCF - Entity*,
- metódy *DCF - Equity*,
- metóda *DCF - APV*.

### Metóda DCF – Entity

Táto metóda sa používa pri stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku. Pracujeme teda s voľným peňažným tokom pre vlastníkov aj veriteľov – *FCFF* (*free cash flow to firm*) a logicky s nákladom celkového kapitálu *WACC*, ktorým tieto budúce peňažné toky diskontujeme, aby sme vyjadrili ich súčasnú hodnotu.

Najjednoduchší prípad je ten, keď sa očakáva konštantný voľný peňažný tok pre celé obdobie, vtedy je hodnota podniku vyjadrená takto:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.17)$$

Reálne však takéto konštantné toky nie je možno predpokladať, v čase bývajú premenlivé a preto sa pri oceňovaní rozdeľuje trvanie podniku na dve fázy. Prvá fáza býva plánovaná na dobu 4 až 6 rokov, na ktoré sa dá relatívne presne odhadnúť a plánovať voľný peňažný tok. Druhá fáza nasleduje bezprostredne po prvej a trvá do nekonečna. Hodnota podniku za obidve fázy sa potom určuje nasledovne:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.18)$$

kde  $V_1$  je hodnota podniku za prvú fázu a  $V_2$  je hodnota podniku za druhú fázu. Ďalšie vzorce 2.19 a 2.20 vyjadrujú, akým spôsobom sú vypočítané hodnoty za jednotlivé fázy.

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t}, \quad (2.19)$$

kde  $WACC_1$  sú náklady celkového kapitálu v prvej fáze, a  $T$  je dĺžka prvej fáze,  $t$  predstavuje konkrétny rok z intervalu  $T$  prvej fázy.

V druhej fáze sa pracuje s tzv. pokračujúcou hodnotou  $PH$ , čo je hodnota podniku za druhú fázu k počiatku druhej fázy. Vzhľadom k tomuto sa pokračujúca hodnota diskontuje k momentu ocenenia.

$$V_2 = PH \cdot (1 + WACC_1)^{-T}, \quad (2.20)$$

Za predpokladu konštantných finančných tokov v druhej fáze je pokračujúca hodnota stanovená ako:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_2}, \quad (2.21)$$

kde  $WACC_2$  sú náklady celkového kapitálu v druhej fáze.

Výsledná hodnota podniku je potom vyjadrená nasledovne:

$$V = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t} + PH \cdot (1 + WACC_1)^{-T}, \quad (2.22)$$

### Metóda DCF – Equity

Pomocou metódy *DCF – Equity* býva oceňovaný vlastný kapitál podniku. Voľný peňažný tok pre vlastníkov – *FCFE* (*free cash flow to equity*) je diskontovaný mierou, ktorá zodpovedá nákladom vlastného kapitálu  $R_E$ .

V prípade, že očakávame konštantný voľný peňažný tok a trvanie podniku je neobmedzené, vypočíta sa hodnota podniku podľa vzorca 2.23.

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.23)$$

Postup výpočtu podniku je rovnaký ako u metódy *DCF – Entity*, teda výsledná hodnota podniku je vyjadrená nasledovne:

$$V = \sum_{t=1}^T FCFE_t \cdot (1 + R_E)^{-t} + PH \cdot (1 + R_E)^{-T}, \quad (2.24)$$

### Metóda DCF APV

Táto metóda slúži k oceňovaniu celkového kapitálu podniku. Pracujeme s finančnými tokmi nezadĺženej spoločnosti  $FCFE_U$ , ktoré sú diskontované nákladom celkového kapitálu nezadĺženej firmy  $WACC_U$ . Aby sme však získali hodnotu celkového kapitálu, musíme pripočítať súčasnú hodnotu daňového štítu, teda diskontujeme daňový štít ( $TS$ ) nákladmi dlhu  $R_D$ . Vzorec 2.25 stanovuje výpočet hodnoty podniku podľa metódy *DCF APV*:

$$V = \frac{FCFE_U}{WACC_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.25)$$

#### 2.8.1.2 Metóda kapitalizovaných ziskov

Metóda kapitalizovaných ziskov je založená na princípe súčasnej hodnoty budúcich ziskov. Hodnota budúcich ziskov sa odhaduje z historickej časovej rady ziskov v predchádzajúcich 3 až 5 rokov, pričom je tento zisk upravovaný o korekcie (napríklad sa upravujú odpisy vzhľadom k reálnemu opotrebeniu, vylučujú sa mimoriadne náklady, či výnosy a položky nesúvisiace s hlavnou činnosťou podniku a pod.). Takto korigovaný zisk sa označuje ako trvale udržateľný zisk a pre jednotlivé roky sú mu pripisované rôzne váhy. Výpočet udáva vzorec 2.26.

$$V = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.26)$$



kde  $Z_t$  je zisk minulých období upravený o korekcie,  $w_t$  sú váhy priradené jednotlivým obdobiam,  $T$  je počet rokov zahrnutých do výpočtu.

Odhad hodnoty podniku pomocou tejto metódy potom v prípade perpetuity vypočítame takto:

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.27)$$

kde  $R$  sú náklady kapitálu (kalkulovaná úroková miera).

### 2.8.1.3 Metóda ekonomickej pridanej hodnoty

Ekonomická pridaná hodnota – *EVA (Economic Value Added)* je metóda používaná predovšetkým vo vyspelých tržných ekonomikách, pomaly však svoje postavenie získava aj v Českej republike, kde je prevažne využívaná v podnikoch so zahraničnou účasťou.

Pri použití tejto metódy je dôležité rozlíšiť medzi ziskom vykázaným v účtovníctve a medzi tzv. ekonomickým ziskom. Ekonomický zisk podnik vytvára vtedy, keď prostriedky, ktoré generuje prevyšujú všetky náklady, tzn. bežné, ale aj náklady na cudzí a vlastný kapitál.

Ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty je čistý výnos z prevádzkovej činnosti, ktorý je znížený o náklady kapitálu. Ukazovateľ *EVA* možno stanoviť pomocou vzorca nákladu na kapitál (viď vzorec 2.28) alebo pomocou tzv. hodnotového rozpätia (viď vzorec 2.29), ktoré je dané ako rozdiel medzi výnosom kapitálu a nákladmi na tento kapitál.

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.28)$$

kde *NOPAT (net operating profit after taxes)* je zisk z operačnej činnosti podniku po dani. *C (capital)* je kapitál viazaný v aktívach, ktoré slúžia k operačnej činnosti podniku a *WACC (weighted average cost of capital)* je priemerný vážený náklad kapitálu.

$$EVA = \left( \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.29)$$

kde  $NOA_{t-1}$  sú čisté operačné aktíva na začiatku roku  $t$ .

V nasledujúcich riadkoch je poskytnutý bližší pohľad na tvorbu jednotlivých položiek potrebných pre výpočet ekonomickej pridanej hodnoty.

#### *NOPAT (net operating profit after taxes) – operačný výsledok hospodárenia*

Pri určení *NOPAT* máme dve možnosti z akého hospodárskeho výsledku budeme vychádzať, a to buď z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti, alebo z prevádzkového výsledku hospodárenia.

V ďalšom texte budeme vychádzať z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti, ktorý pozostáva z prevádzkového a finančného výsledku hospodárenia. Tento výsledok hospodárenia budeme korigovať nasledovne:

- z finančných nákladov budú vylúčené platené úroky, a to vrátane implicitných úrokov obsiahnutých v leasingových platbách;
- z hospodárskeho výsledku je treba vylúčiť mimoriadne položky, a to takto:
  - tým že vychádzame z hospodárskeho výsledku z bežnej činnosti sú už vylúčené mimoriadne náklady a výnosy, z ktorých je tvorený mimoriadny hospodársky výsledok;
  - ďalej sa vylúčia mimoriadne položky v bežných nákladoch a výnosoch, ktoré sa nebudú opakovať. Sú to napríklad náklady na reštrukturalizácie, predaj dlhodobého majetku, mimoriadne odpisy majetku alebo rozpustenie nevyužitých rezerv apod.;
- započítanie vplyvu zmien vlastného kapitálu, ktoré sa prejavili pri výpočte *NOA*;
  - odčítajú sa náklady na výskum a vývoj, tieto náklady je treba vypustiť a nahradiť odhadom odpisov aktivovaných nákladov;
  - odpisy je nutné upraviť podľa toho, ako je vykazovaný v rozvahe goodwill;
  - do hospodárskeho výsledku sa započítava zvýšenie či zníženie opravných položiek na zásoby a pohľadávky;
- odčítat' by sa mali z hospodárskeho výsledku prevádzkovo nepotrebné aktíva.

### ***NOA* – operačné aktíva**

Za operačné aktíva považujeme také, ktoré sú použité k operačnej činnosti a tvoria zisk z operačnej činnosti. Hlavnou úlohou pri výpočte *NOA* je upraviť aktíva uvedené v účtovníctve tak, aby:

- boli z aktív vyčlenené neoperačné aktíva;
  - najčastejším typom neoperačných aktív je krátkodobý a dlhodobý finančný majetok a iné aktíva nepotrebné k operačnej činnosti;
  - medzi ostatné nepotrebné aktíva patria nehnuteľnosti, ktoré neslúžia k základnému účelu podniku, pohľadávky nesúvisiace s hlavnou činnosťou, majetok málo prevádzkovo využiteľný (napríklad nepotrebné zásoby, nedobytné pohľadávky);
- sa aktivovali, najlepšie v tržnom ocenení, položky, ktoré v účtovníctve v položkách aktív nie sú vykazované;
- sa aktíva znížili o neúročený cudzí kapitál.

Rovnako ako aj u metód diskontovaných peňažných tokov, tak aj u ekonomickej pridanej hodnoty existujú tri varianty a to:

- *EVA - Entity*;
- *EVA - Equity*;
- *EVA - APV*.

### ***EVA - Entity***

Táto metóda slúži k zisteniu hodnoty celkového kapitálu podniku, kedy diskontným faktorom sú priemerné náklady celkového kapitálu. Hodnota podniku pri premenlivej výške nákladov kapitálu v jednotlivých rokoch sa vypočíta podľa vzorca 2.30.

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.30)$$

kde  $NOA_0$  sú čisté operačné aktíva k dátumu ocenenia,  $EVA_t$  je ekonomická pridaná hodnota v roku  $t$  počítaná podľa vzorca 2.28 alebo 2.29,  $WACC_t$  sú priemerné vážené náklady kapitálu v roku  $i$ ,  $T$  počet rokov prvej fáze,  $g$  je stabilné tempo rastu v druhej fáze.

### ***EVA- Equity***

Využitím tejto metódy zisťujeme hodnotu vlastného kapitálu, pričom náklady vlastného kapitálu predstavujú diskontný faktor. Vzorec pre výpočet má nasledujúci tvar:

$$V = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + R_{E_i})} + \frac{EVA_{T+1}}{R_{E_{T+1}} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + R_{E_i})}, \quad (2.31)$$

kde  $VK_0$  je hodnota vlastného kapitálu k dátumu ocenenia vypočítaná ako  $NOA_0 - CK_0$ ,  $EVA_t$  je ekonomická pridaná hodnota v roku  $t$ ,  $R_{E_i}$  sú náklady vlastného kapitálu v roku  $i$ ,  $T$  je počet rokov prvej fáze a  $g$  je stabilné tempo rastu v druhej fáze.

*EVA-Equity* je možno vypočítať podľa vzorca hodnotového rozpätia (viď vzorec 2.32) alebo podľa nákladov kapitálu (viď vzorec 2.33).

$$EVA_t = \left( \frac{EAT_t}{VK_{t-1}} \cdot R_{E_t} \right) \cdot VK_{t-1}, \quad (2.32)$$

$$EVA_t = EAT_t - VK_{t-1} \cdot R_{E_t}, \quad (2.33)$$

kde  $EAT_t$  je výsledok hospodárenia po daniach a úrokoch, ale zahrňujúci všetky úpravy ako vyžaduje  $NOPAT$ ,  $VK_{t-1}$  je hodnota vlastného kapitálu k počiatku roku  $t$  vypočítaného ako  $NOA - CK$ ,  $R_{Et}$  sú náklady vlastného kapitálu.

### ***EVA – APV***

Metóda *EVA – APV* sa v praxi bežne nevyskytuje, ale konštruuje sa podobných princípoch ako *DCF APV*.

## **2.8.2 Majetkové metódy**

Majetkové metódy sú založené na princípe ocenenia jednotlivých zložiek aktív, záväzkov a dlhov. Súčtom cien majetkových zložiek získame súhrnné ocenenie aktív podniku, od ktorého po odčítaní dlhov a záväzkov, dostaneme hodnotu vlastného kapitálu. Rozlišujeme účtovnú, substančnú metódu a metódu likvidačnej hodnoty.

### **2.8.2.1 Účtovná metóda**

Táto metóda vychádza zo stavových veličín, ktoré sú obsiahnuté v rozvahe. Je teda odvodená z historických cien, a tak dané ocenenie úplne neodpovedá reálnej hodnote majetku v dobe ocenenia. Hodnota vlastného kapitálu je vyjadrená pomocou nasledujúcej rovnice:

*hodnota vlastného kapitálu = účtovná hodnota aktív – účtovná hodnota záväzkov a dlhov.*

### **2.8.2.2 Substančná metóda**

Základom ocenenia substancie je reprodukčná cena jednotlivých aktív, ktorá je znížená o reálne ocenenie záväzkov a dlhov k dátumu ocenenia za predpokladu pokračovania podniku v jeho činnosti. Výsledkom ocenenia je substančná hodnota netto  $S_n$ . Výpočet substančnej metódy možno znázorniť takto:

$$\begin{aligned}
 & \text{Súhrn majetkových hodnôt v reprodukčných cenách} \\
 + & \quad \underline{\text{Výnos z predaja nepotrebného majetku}} \\
 = & \quad \text{Substančná hodnota brutto } S_b \\
 - & \quad \underline{\text{Hodnota záväzkov a dlhov v reálnych cenách}} \\
 = & \quad \text{Substančná hodnota netto } S_n.
 \end{aligned}$$

### 2.8.2.3 Metóda likvidačnej hodnoty

Prostredníctvom tejto metódy zisťujeme hodnotu majetku v určitom časovom okamihu, pričom predpokladáme, že podnik k tomuto dátumu ukončuje svoju činnosť.

### 2.8.3 Stanovenie peňažných tokov

Voľné peňažné toky – *FCF* (*Free Cash Flow*) sú toky stanovené ako rozdiel medzi príjmami a výdajmi, sú generované majetkom podniku a sú vzťahované k jednotlivým druhom kapitálu. Rozlišujeme voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov *FCFF* (*Free Cash Flow to the Firm*), voľné peňažné toky pre vlastníkov *FCFE* (*Free Cash Flow to the Equity*) a voľné peňažné toky pre veriteľov *FCFD* (*Free Cash Flow to the Debt*).

#### Voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov

*FCFF* sa skladá zo všetkých prevádzkových peňažných tokov, ktoré podnik získa z prevádzkových aktív. Je tvorený z dvoch zložiek, a to z peňažných tokov pre vlastníkov *FCFE* a z peňažných tokov pre veriteľov *FCFD*. Výpočet voľných peňažných tokov pre vlastníkov a veriteľov je znázornený pomocou nasledujúcej schémy<sup>2</sup>:

$$\begin{array}{l} \text{Tržby} \\ - \text{Náklady (bez nákladových úrokov)} \\ \hline = \text{Čistý príjem z operácií} \\ - \text{Dane} \\ \hline = \text{EBIT po zdanení} \\ + \text{Odpisy} \\ \hline = \text{Cash flow z operácií} \\ - \text{Zmena pracovného kapitálu} \\ - \text{Investície (trvalé kapitálové výdaje)} \\ \hline = \text{FCFF} \end{array}$$

---

<sup>2</sup> KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 362 s. ISBN 80-7179-529-1

Voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov  $FCFF$  možno určiť využitím rovnice:

$$FCFF_t = EBIT_t \cdot (1 - t) + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t - INV_t, \quad (2.34)$$

kde  $EBIT$  je zisk pred úrokmi a daňami,  $t$  je sadzba dane z príjmu právnických osôb,  $\Delta\check{CPK}$  je zmena čistého pracovného kapitálu,  $ODP$  predstavujú odpisy a  $INV$  sú investície.

#### **Voľný peňažný tok pre vlastníkov**

Jedná sa o voľné peňažné toky vyjadrujúce pohľad vlastníkov, a pozostávajú z finančných tokov z prevádzkovej, investičnej a finančnej činnosti. Vzorec pre výpočet  $FCFE$  uvádza nasledujúca rovnica:

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t - INV_t + \Delta S_t, \quad (2.35)$$

kde  $EAT_t$  je čistý zisk v čase  $t$ ,  $ODP$  predstavujú odpisy,  $\Delta\check{CPK}$  je zmena čistého pracovného kapitálu,  $INV$  sú investície a  $\Delta S$  je saldo alebo rozdiel čerpania dlhu  $S^C$  a mínus splátky dlhu  $S^S$ , teda  $S = S^C - S^S$ .

#### **Voľné peňažné toky pre veriteľov**

Charakterizujú toky z pohľadu veriteľov, napríklad komerčných bánk, a sú určené podľa vzorca:

$$FCFD = úroky \cdot (1 - t) - S, \quad (2.36)$$

kde  $S$  je saldo dlhu a  $t$  je sadzba dane z príjmu.

### **2.8.4 Náklady kapitálu**

Náklady kapitálu sú nákladmi podniku na získanie jednotlivých zložiek podnikového kapitálu. Ďalší pohľad, a to pohľad investora, chápe náklad kapitálu ako minimálnu požadovanú mieru výnosnosti, alebo vnútorné výnosové percento kapitálu.

Podľa Dluhošovej (2010) je „Kategória nákladov na kapitál významná pre radu finančných rozhodnutí a úvah, ktorými sú napríklad optimalizácia kapitálovej štruktúry, investičné rozhodovanie, oceňovanie jednotlivých zložiek majetku, stanovenie hodnoty podniku atď.“

#### **2.8.4.1 Náklady na cudzí kapitál**

Náklady na cudzí kapitál predstavujú úroky alebo kupónové platby, ktoré je treba platiť veriteľom. Situácia na finančnom trhu určuje základnú úrokovú mieru, ale jej konkrétna výška je ovplyvnená viacerými faktormi. Prvým kľúčovým faktorom je čas, na ktorý je úver poskytnutý. Čím je doba viazanosti prostriedkov veriteľov dlhšia, tým je riziko, ktoré investori nesú, vyššie, a tak je aj úroková miera vyššia.

Ďalší faktor podieľajúci sa na určenie úrokovej miery je *očakávanie efektívnosti*. Čím je očakávaný efekt vyšší, tým je väčšia záruka splatenia úveru. S tým súvisí aj *bonita klienta* a platí, že pre bonitnejšieho dlžníka je stanovená nižšia úroková miera.

Náklady cudzieho kapitálu sú vyjadrené ako úroky znížené o daňový štít, teda o úspory z daní, ktoré z použitia cudzieho kapitálu plynú, teda:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.37)$$

kde  $i$  je úroková miera z dlhu a  $t$  je sadzba dane.

Pokiaľ však nemáme prístup k interným informáciám, je možno určiť náklady kapitálu, ktorý podnik získava z cudzích zdrojov, pomocou váženého aritmetického priemeru z úrokových sadzieb, ktoré platíme:

$$i = \frac{\text{úroky}}{B\dot{U}}, \quad (2.38)$$

Kde  $B\dot{U}$  sú bankové úvery.

V prípade, že získavame cudzí kapitál upisovaním obligácií, určí sa náklad dlhu ako výnos do splatnosti:

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.39)$$

kde  $P$  je tržná cena obligácie,  $R_D$  je náklad dlhu,  $c$  je kupónová platba,  $T$  je doba do splatnosti obligácie,  $NV$  je nominálna hodnota obligácie.

#### 2.8.4.2 Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú pre podnik vyššie než náklady cudzieho kapitálu, pretože nákladové úroky sú daňovo uznateľnými nákladmi, teda znižujú zisk ako základ pre výpočet dane a tiež riziko, ktoré nesie vlastník vkladajúci prostriedky je vyššie než riziko veriteľa. Dôvodom toho, že veriteľ nesie nižšie riziko ako vlastník je predovšetkým to, že veriteľ má zaručený pravidelný výnos a svoje prostriedky vkladá na presne vymedzenú dobu na rozdiel od vlastníka, ktorý vkladá svoje prostriedky na neobmedzene dlhú dobu a jeho výnos nie je dopredu zaručený, závisí od hospodárskej situácie podniku.

Pri stanovení nákladov vlastného kapitálu sa využívajú viaceré metódy a to:

- model oceňovania kapitálových aktív – *CAPM (Capital Assets Pricing Model)*,
- arbitrážny model oceňovania – *APM (Arbitrage Pricing Model)*,
- dividendový rastový model,
- stavebnicové modely.



Stavebnicové modely sú využívané v ekonomikách, kde tržný mechanizmus funguje krátku dobu, a tak je ich kapitálový trh nedokonalý. Vychádza z princípu, že náklady vlastného kapitálu  $R_E$  možno stanoviť ako súčet výnosnosti bezrizikového aktíva a rizikových prirážok, ktoré sa odvodzujú z podnikových účtovných dát.

V Českej republike je využívaný model Neumairov, ktorý využíva aj Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR. Náklady celkového kapitálu nezadlženej firmy  $WACC_U$  sú stanovené ako:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab.} + R_{LA}, \quad (2.40)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková miera,  $R_{podnikatelské}$  je riziková prirážka za obchodné podnikateľské riziko,  $R_{finstab.}$  je riziková prirážka za riziko vyplývajúce z finančnej stability,  $R_{LA}$  je riziková prirážka za veľkosť podniku.

Náklady celkového kapitálu zadlženej firmy sa vypočítajú takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.41)$$

kde  $WACC_U$  sú náklady celkového kapitálu nezadlženej firmy,  $D$  je dlh a  $A$  sú aktíva,  $t$  je daňová sadzba.

Náklady vlastného kapitálu sa určia podľa vzorca:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.42)$$

kde  $UZ = VK + BU + OBL$  sú úplatné zdroje,  $VK$  je vlastný kapitál,  $BU$  sú bankové úvery,  $OBL$  sú obligácie,  $A$  sú aktíva,  $CZ$  je čistý zisk,  $Z$  je hrubý zisk,  $CZ/Z$  je daňová redukcia a  $UM$  je úroková miera.

Náklady vlastného kapitálu sa dajú určiť aj pomocou prirážok, a to nasledovne:

$$R_E = WACC_U + R_{finstr.} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab.} + R_{LA} + R_{finstr.}, \quad (2.43)$$

kde riziková prirážka za zadlženosť označená ako  $R_{finstr.} = R_E - WACC_U$ .

Z dôvodu zamedzenia extrémnych prípadov, existujú limity na veľkosť prirážky. Ak je  $R_E = WACC_U$ , potom  $R_{finstr.} = 0$ , ak je  $R_E - WACC_U \geq 10\%$ , potom je  $R_{finstr.} = 10\%$ .

### Stanovenie rizikovej prirážky charakterizujúcej veľkosť podniku $R_{LA}$

Ak sú  $UZ \geq 3$  mld. Kč, tak  $R_{LA} = 0 \%$ .

Ak sú  $UZ \leq 100$  mil. Kč, potom  $R_{LA} = 5 \%$ .

Ak sú  $UZ > 100$  mil. Kč a zároveň  $< 3$  mld. Kč, použije sa nasledujúci prepočet:

$$R_{LA} = \frac{(3mld.Kč - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.44)$$

#### **Stanovenie rizikovej prirážky charakterizujúcej produkčnú silu $R_{podnikateľské}$**

Princíp stanovenia tejto prirážky je založený na porovnaní ukazovateľa  $EBIT/A$  a ukazovateľa  $X1$ , ktorý vyjadruje nahradzovanie úplatného cudzieho kapitálu vlastným kapitálom, a ktorý je definovaný nasledovne:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.45)$$

kde  $UZ$  sú úplatné zdroje,  $UM$  je úroková miera a  $A$  sú aktíva.

Ak je  $EBIT/A > X1$ , potom  $R_{podnikateľské} = R_{podnikateľské odvetvie}$ .

Ak je  $EBIT/A < X1$ , potom  $R_{podnikateľské} = 10\%$ .

$$\text{Ak je } 0 \leq EBIT/A \leq X1, \text{ potom } R_{podnikateľské} = \left( \frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.46)$$

#### **Stanovenie rizikovej prirážky finančnej stability na báze likvidity $R_{finstab}$**

V tomto prípade sa porovnáva vzťah medzi celkovou likviditou podniku  $L3$  a medznými hodnotami likvidity  $XL1$  a  $XL2$ .

Ak je celková likvidita  $\geq XL2$ , potom  $R_{finstab} = 0 \%$ .

Ak je celková likvidita  $\leq XL1$ , potom  $R_{finstab} = 10 \%$ .

Ak je celková likvidita  $> XL1$  ale  $< XL2$ , prepočíta sa  $R_{finstab}$  takto:

$$R_{finstab} = \left( \frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.47)$$

#### **2.8.4.3 Náklady na celkový kapitál**

Náklady na celkový kapitál  $WACC$  (Weighted Average Cost of Capital) predstavujú kombináciu úročeného cudzieho kapitálu  $R_D$  a vlastného kapitálu  $R_E$ . Vzorec 2.48 uvádza výpočet priemerných nákladov kapitálu.

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.48)$$

kde  $t$  je sadzba dane z príjmu,  $D$  je úročený cudzí kapitál a  $E$  je vlastný kapitál.

### 3 ANALÝZA TRHU A CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI AUTO

#### Heller s.r.o.

V tejto kapitole je predstavená oceňovaná firma AUTO Heller, s.r.o. Je vymedzený predmet podnikania a sú uvedené charakteristiky, ktoré zoznamujú s pôsobením a fungovaním firmy. Nasledovne je prevedená analýza trhu, teda analýza externého a interného prostredia a ich faktorov. Poslednou časťou tejto kapitoly je prevedená finančná analýza podniku pre posúdenie jeho finančného zdravia.

#### 3.1 Predstavenie spoločnosti AUTO Heller, s.r.o.

**Názov firmy:** AUTO Heller, s.r.o.

**Sídlo firmy:** Cihelní 481/49, 702 00, Ostrava – Moravská Ostrava

**Jednatel' firmy:** Ing. Jan Heller

**Základný kapitál:** 20 000 000,- Kč

**Logo:**



**Lokalizácia:** Moravskoslezský kraj

**Predmet podnikania:** obchodná činnosť

Firma AUTO Heller, s.r.o. bola založená v roku 1992. Za dobu svojho vyše 20 – ročného pôsobenia na trhu predala viac než 35 000 nových automobilov a 15 500 ojazdených automobilov. V súčasnej dobe je AUTO Heller, s.r.o. autorizovaným dealerom značiek Volkswagen, Volkswagen úžitkové vozy, Seat, Audi a Škoda. V roku 2011 bol zahájený predaj atraktívnej športovej značky Porsche. Ďalej je realizovaný predaj ojazdených a zánovných automobilov v programe Das Welt Auto a Škoda Plus.

Spoločnosť AUTO Heller poskytuje kompletnú ponuku služieb od predaja nových automobilov, cez poskytovanie leasingových a úverových služieb, až po celkové servisné služby vrátane karosárskych a lakových prác a non-stop služieb (odťahové služby a SERVICE Mobil). Klienti môžu čerpať radu výhod, napríklad Sphere Card so zľavou na servis automobilov, požičovňu automobilov za zvýhodnené ceny, čistiareň automobilov,

odvoz klienta pri dodaní automobilu na servis, pozvánky na spoločenské akcie usporiadované firmou AUTO Heller: Moderní žena, Škola Smyku, predstavovanie nových modelov a ďalšie. Autosalóny spoločnosti sú situované v Ostrave a Opave. V Ostrave na Cihelní ulici sa nachádzajú štyri autosalóny značiek Škoda, Seat, Volkswagen a Audi. Predaj je doplnený autorizovanými servismi jednotlivých značiek, vrátane modernej karosárne a lakovne. Ďalšou lokalitou pôsobenia je centrum Ostravy pri Novej Karolíne, kde sa sústreďí predaj luxusných automobilov značky Porsche. V Opave je vybudovaný showroom Volkswagen, kde je k dispozícii aj servis áut Škoda a Audi. V roku 2011 došlo k zrušeniu prevádzky v Třinci a v roku 2013 k zrušeniu pobočky vo Frýdku-Místku, ktoré boli dlhodobo nerentabilné a neperspektívne.

## 3.2 Strategická analýza

V tejto kapitole je analyzovaný vonkajší a vnútorný potenciál firmy za účelom odhadu budúcich tržieb spoločnosti AUTO Heller, s.r.o.

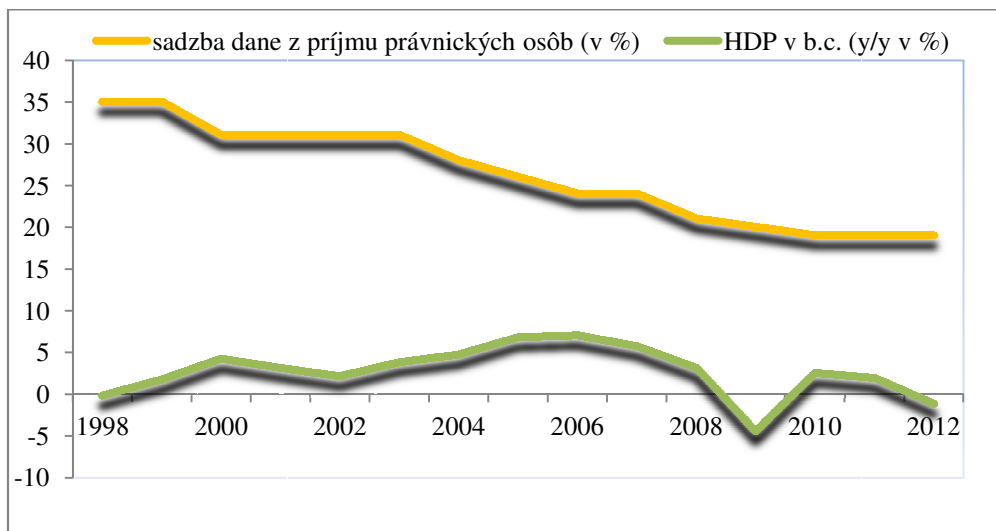
### 3.2.1 Externá analýza

V rámci externej analýzy je prevedená analýza makrookolia prostredníctvom PEST analýzy a analýza mikrookolia, v ktorej je venovaná pozornosť stavu a vývoju odvetvia, v ktorom spoločnosť AUTO Heller pôsobí a bližšie sleduje konkurenčné prostredie automobilových predajcov.

#### 3.2.1.1 PEST analýza

**Politické a legislatívne faktory** priamo ovplyvňujú podnikové prostredie a investičné rozhodnutia. Len politicky stabilná krajina s legislatívou umožňujúcou presadenie a ochranu na trhu láka investorov, a tak pomáha rozvoju trhu a spoluprácu danej krajiny s ostatnými štátmi. Jedným z kľúčových faktorov je stanovená **daňová sústava**. Popri dani z pridanej hodnoty a spotrebných daní zohráva dôležitú úlohu aj **sadzba dane z príjmu právnických osôb**. Všeobecne sa tvrdí, že daňové zaťaženie by malo byť čo najnižšie, pretože je stimulom ekonomického rastu a teda rastúceho HDP. Avšak HDP je ovplyvnené aj radou ďalších faktorov, a tak priamy dopad úrovne daňovej sadzby nie je jednoznačný, čo je možno sledovať aj v Grafe 3.1.

Graf 3.1 Sadzby dane z príjmu právnických osôb a HDP

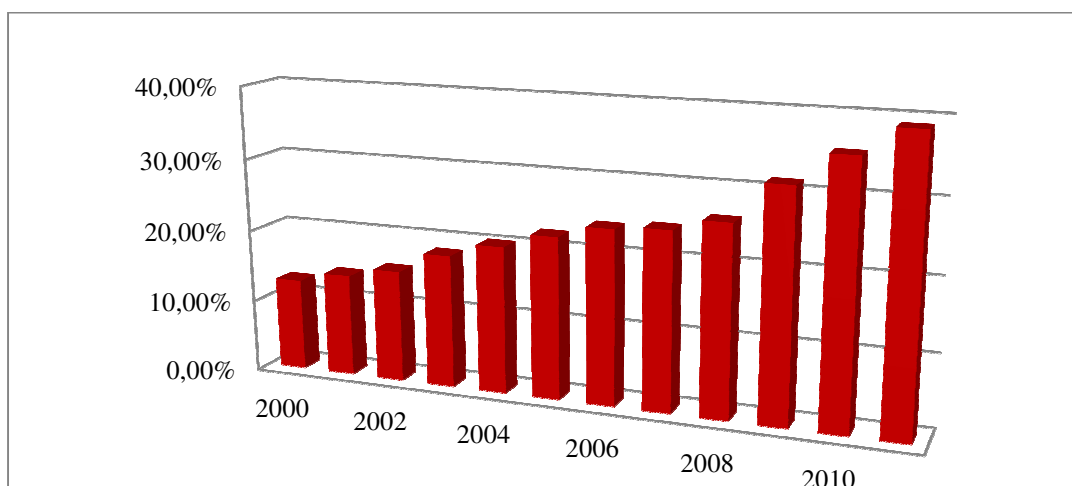


Zdroj: ČSÚ, vlastné spracovanie

Je viditeľná klesajúca tendencia sadzby dane z príjmu právnických osôb, čo je prejavom podpory podnikateľskej činnosti. V roku 2010 nastala posledná zmena vo forme zníženia na 19 %, o ďalšom poklese tejto sadzby sa neuvažuje.

Celkové politické prostredie je určené predovšetkým **fiškálnou politikou štátu**. Hlavným cieľom je konsolidácia verejných financií, ktorá sa zameriava na znižovanie podielu deficitu verejných financií na HDP. Hospodárenie vládneho sektoru bolo v rokoch 2006 a 2007 pozitívne ovplyvnené ekonomickým rastom. Avšak klesajúca fáza ekonomického cyklu od roku 2008 priniesla zhoršenie výsledkov a v roku 2009 dochádza k prehĺbeniu deficitu vládnych inštitúcií a možno pozorovať rast salda štátneho dlhu a zvýšenie jeho podielu na HDP. Podiel štátneho dlhu na HDP sa každoročne zvyšuje. Postupne však dochádza k znižovaniu deficitu vládneho sektoru, v roku 2011 to bolo spôsobené predovšetkým úpravou daní. Tieto daňové zmeny prebiehali aj v nasledujúcich rokoch 2012 a 2013, odkedy je znížená sadzba dane z pridanej hodnoty na úrovni 15% a základná sadzba dane z pridanej hodnoty je na úrovni 21%. V roku 2012 bol vládny deficit ovplyvnený finančnými kompenzáciami v rámci cirkevných reštitúcií a korekciami európskych dotácií predfinancovaných zo štátneho rozpočtu. Celkovo možno fiškálnu politiku v posledných rokoch označiť za reštriktívnu, práve kvôli dôrazu, ktorý sa kladie na konsolidáciu verejných financií. Vývoj salda štátneho dlhu je zobrazený v Grafe 3.2.

Graf 3.2 Vývoj salda štátneho dlhu (v % HDP)



Zdroj: finance.cz, vlastné spracovanie

**Ekonomické faktory** vyjadrujú základný smer vývoja ekonomiky. V Tab 3.1 je zachytený vývoj vybraných makroekonomických indikátorov, ktoré odrážajú kondíciu českej ekonomiky v rokoch 2007 až 2012, a obsahuje aj prognózy budúceho vývoja do roku 2016.

Tab 3.1 Vývoj makroekonomických indikátorov

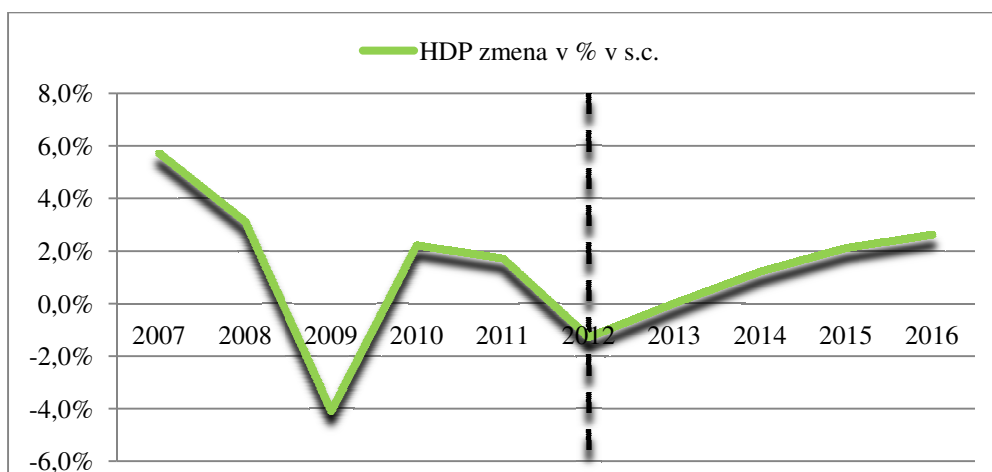
		2007	2008	2009	2010	2011	Predikcia				
							2012	2013	2014	2015	2016
HDP	$\Delta v \% v s.c.$	5,7%	3,1%	-4,1%	2,2%	1,7%	-1,3%	0,0%	1,2%	2,1%	2,60%
Spotreba domácností	$\Delta v \% v s.c.$	5,2%	2,9%	-0,2%	0,3%	-0,5%	-3,5%	-1,2%	1,0%	2,1%	2,50%
Priemerná miera inflácie	v %	2,8%	6,3%	1,0%	1,5%	1,9%	3,3%	2,1%	1,7%	1,9%	1,10%
Miera nezamestnanosti	v %	6,0%	6,0%	9,2%	9,6%	8,6%	7,0%	7,6%	7,7%	7,3%	6,70%
Priemerná mesačná mzda	reál. $\Delta v \%$	4,4%	1,9%	3,0%	0,5%	0,3%	2,0%	1,4%	2,7%	4,4%	4%

Zdroj: Ministerstvo financií ČR

Jedným z najdôležitejších faktorov je **hrubý domáci produkt – HPD**, ktorý meria medziročný rast či pokles ekonomiky. V minulých rokoch 2008 až 2011 sledujeme klesajúci trend. V roku 2008 bola česká ekonomika v podstate v dobrej kondícii, ale dynamika rastu postupne oslabovala. Dôvodom bolo nižšie tempo rastu spotreby v dôsledku realizovaných reforiem a rovnako rastom cien surovín (viď. Tab 3.1 Vývoj makroekonomických indikátorov Priemerná miera inflácie). Nemožno opomenúť jeden z hlavných faktorov, ktoré spôsobili spomalenie rastu českej ekonomiky. Globálna kríza postihla finančný sektor a ďalej sa preniesla do reálnej ekonomiky a prejavila sa predovšetkým významným poklesom dopytu,

čo zasiahlo krajiny orientované na export, kde patrí aj Česká republika. Rok 2009 bol pokračovaním hospodárskej recesie, ktorá sa na českej ekonomike podpísala medziročným poklesom HDP o 4,1 %. Došlo tak k najhlbšiemu prepadu českej ekonomiky po desaťročnom nepretržitom raste. Už v roku 2010 sa svetová ekonomika vrátila k rastu, rovnako sa obnovil hospodársky rast v Európskej únii, z čoho profitovala aj česká ekonomika, ktorá v tomto roku vzrástla o 2,2 %. Kľúčovým faktorom bolo predovšetkým Nemecko, z ktorého úspechu ťažila. Rovnako nadpriemerne (v porovnaní s ekonomickým rastom EÚ, čo bolo v roku 2010 1,8 %) rástli aj ďalšie stredoeurópske krajiny ako Slovensko, Poľsko, Rakúsko a Maďarsko. Naopak v niektorých štátoch sa nepodarilo obrátiť situáciu a došlo ešte k výraznejšiemu prepadu. Hlavnou príčinou boli nezdravé verejné financie, kvôli ktorým vznikali pochybnosti o schopnosti splácať dlhy. Spomenieme napríklad Grécko, Írsko, Rumunsko, Taliansko či Španielsko. Takéto oslabenie verejných financií zasiahlo prakticky celú EÚ a jej verejné zadlženie vzrástlo v roku 2010 na 80% hrubého domáceho produktu. Preto rok 2011 niesol dopady tejto dlhovej krízy eurozóny. Česká ekonomika je však dlhodobo orientovaná na vyspelejšie krajiny Európskej únie, preto sa na domácej ekonomike opäť pozitívne prejavila dobrá výkonnosť obchodných partnerov. Avšak hospodárska aktivita postupne oslabovala, a to hlavne v dôsledku útlmu domáceho dopytu, ktoré spôsobili potrebné fiškálne opatrenia. V roku 2011 česká ekonomika rastie o 1,7 %. Graf 3.3 zobrazuje vývoj HDP v sledovanom období a predikciu na nasledujúce roky 2013, 2014, 2015 a 2016. Podľa prognóz Ministerstva financií ČR by v roku 2013 mal HDP stagnovať, pre rok 2014 sa očakáva ekonomický rast 1,2 % a v roku 2015 výhľady optimisticky počítajú s rastom ekonomického výkonu o 2,1 % a na rok 2016 s rastom 2,6 %.

Graf 3.3 Medziročné tempo rastu HDP v rokoch 2007 - 2016

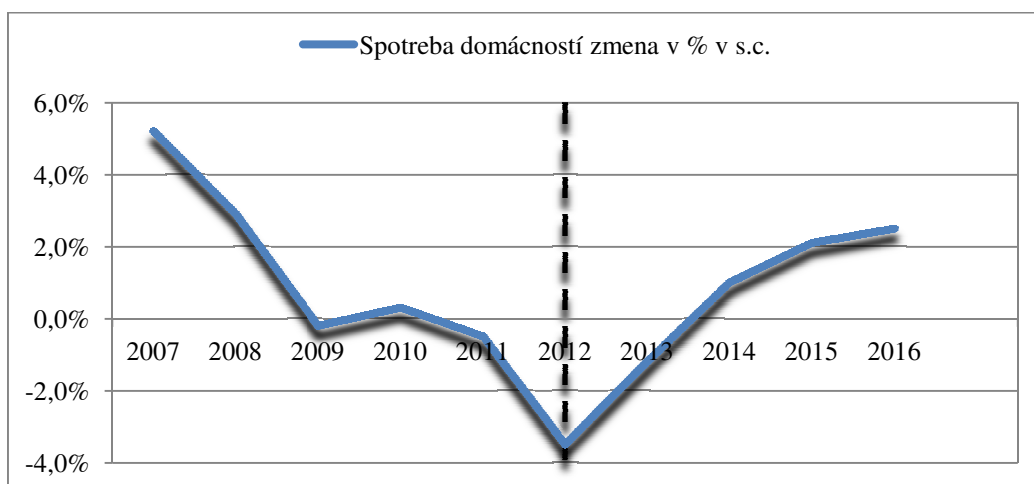


Zdroj: Ministerstvo financií ČR, vlastné spracovanie

V štruktúre hrubého domáceho produktu sa na výsledkoch významne podpisuje jedna z výdajových položiek – **spotreba domácností**. V roku 2008 vzrástli konečné výdaje domácností medziročne len o 2,9 % (oproti 5,2 % v roku 2007), hlavnou príčinou bola vysoká **inflácia**, ktorá bola priemerne za rok 2008 6,3 %. V roku 2009, ktorý bol pre Českú republiku nepriaznivým obdobím dopadu globálnej krízy, spotreba domácností klesla v porovnaní s predchádzajúcim rokom o 0,2 %. Kríza sa samozrejme prejavila aj v klesajúcich cenách všetkých komodít, preto rast domácej cenovej hladiny v priebehu roku výrazne spomalil na 1 %. Aj napriek zlepšujúcej sa situácii v roku 2010 sa vývoj konečnej spotreby domácností zvýšil len o 0,3 %. Dôvodom bola neistota domácností ohľadne budúceho vývoja, vývoja na trhu práce, ďalej tiež obmedzené zdroje domácností a v neposlednom rade aj zrýchľujúci cenový vývoj. Došlo k zmenám nepriamych daní a regulovaných cien a pridal sa aj rast cien pohonných hmôt a potravín. Spotrebiteľské ceny sa medziročne zvýšili o 2,3 %. V roku 2011 sa konečná spotreba domácností dokonca prepadla o 0,5 %. Hlavným faktorom boli úsporné opatrenia vlády, napätá a neistá situácia na trhu práce a pomalý mzdový vývoj. Takto obmedzená spotreba a neistota ohľadom budúceho vývoja tlmili nákladové inflačné tlaky, jej rast naopak podporovali svetové ceny ropy a potravín, celkovo bola priemerná miera inflácie v priebehu roku 2011 na úrovni 1,9 %. V Grafe 3.4 je zachytený vývoj medziročnej zmeny spotreby domácností v rokoch 2007 – 2012, pre roky 2013 – 2016 je zachytená predikcia vývoja spotreby domácností. V roku 2013 sa predpokladá prepád konečnej spotreby domácností o 1,2 %, pretože sa neočakávajú zmeny ekonomického stavu, teda nepočíta sa so zlepšením a navyše sú spotrebiteľia zaťažený zvýšenou sadzbou dane z pridanej hodnoty. V nasledujúcich rokoch by sa však mala ekonomická situácia mierne zlepšovať a mali by k tomu prispieť aj zvyšujúce sa výdaje domácností. Aj napriek už spomínanému zvýšeniu oboch sadzieb DPH o 1 p.b., prognózy MF ČR predpokladajú len mierny rast spotrebiteľských cien o 2,1 %. V ďalších rokoch si ČNB stanovila za cieľ držať mieru inflácie aj naďalej na nižšej úrovni.



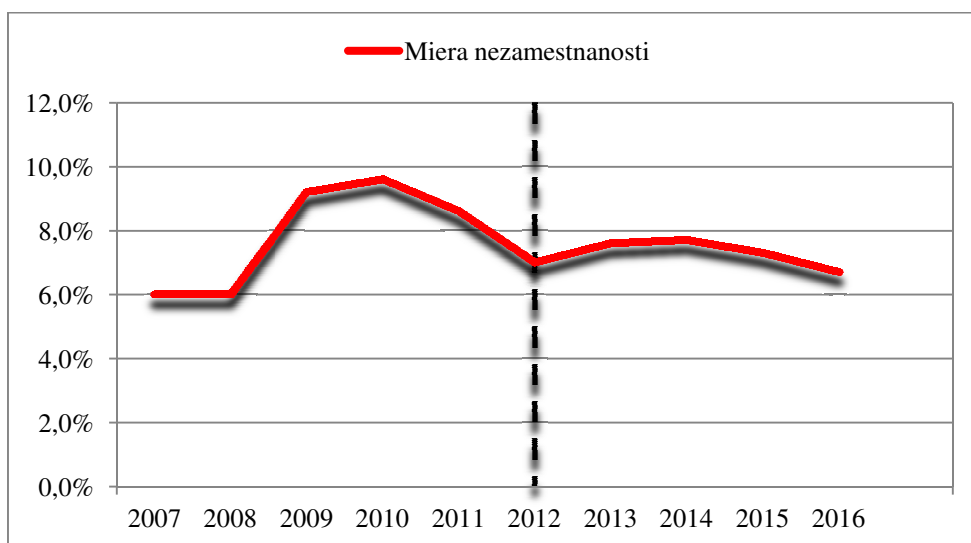
Graf 3.4 Medziročné zmeny konečnej spotreby domácností v rokoch 2007 – 2016



Zdroj : Ministerstvo financií ČR, vlastné spracovanie

Trh práce odráža celkovú ekonomickú situáciu, preto v sledovanom období **miera nezamestnanosti** nevykazovala dobré výsledky. V roku 2008 medziročne vzrástla o 1,2 p.b., ale koncom roku už napätie na trhu práce postupne sililo, čo sa prejavilo v nasledujúcom roku 2009, kedy miera nezamestnanosti dosiahla úrovne 9,2 %. Zhoršili sa aj ďalšie charakteristiky pracovného trhu, v oblasti miezd sa nominálny rast priemernej mzdy spomalil, ale vďaka vplyvu zmiernenej inflácie sa jej reálne vyjadrenie zvýšilo o 3 %. V nasledujúcich rokoch sa registrovaná miera nezamestnanosti zvýšila na 9,6 % a rast priemernej mzdy bol len 0,5 % (na niektorých pracovných pozíciách vo verejnom sektore došlo v dôsledku úspor verejných financií dokonca k poklesu nominálnych miezd). V roku 2011 dochádza k miernemu oživeniu na trhu práce a miera nezamestnanosti poklesla v porovnaní s predchádzajúcim rokom o 1 p.b. na 8,6 %. V mzdovej oblasti pokračuje len umiernený vývoj, kde je nominálny rast skresaný rastom cien reálne na 0,3 %. Graf 3.5 zobrazuje vývoj miery nezamestnanosti v rokoch 2007 – 2012 a predikciu jej vývoja do roku 2016. Miera nezamestnanosti v roku 2013 by sa mala podľa prognóz zvýšiť zo 7 % (priemer za celý rok 2012) na 7,6 % a v nasledujúcom roku na 7,7 %. V roku 2015 by mohla mierne klesnúť. Najoptimistickejšie očakávanie nesie až rok 2016, kedy sa predpokladá, že miera nezamestnanosti klesne na 6,7 %.

Graf 3.5 Vývoj miery nezamestnanosti v rokoch 2007 – 2016



Zdroj : Ministerstvo financií ČR, vlastné spracovanie

Každá firma musí sledovať pokrok vo svojom odvetví a citlivo vnímať **technologické faktory**, vďaka ktorým môže získať určité konkurenčné výhody. Na obnove vozového parku koncernu Volkswagen má veľký podiel technologický pokrok vo vývoji jednotlivých modelov. Tento vývoj má pozitívny vplyv ako v rámci aktívnej a pasívnej bezpečnosti, tak aj pri plnení stále prísnejších emisných limitov. V súčasnej dobe je pre konečného spotrebiteľa významným faktorom stále znižovanie spotreby, u koncernu Volkswagen súvisiaceho s tzv. „downsizingen“. Ďalšími výhodami sú asistenčné systémy pre sledovanie únavy vodiča, pre sledovanie mŕtveho uhlu, adaptívny tempomat a mnoho ďalších. Všetky tieto technologické novinky sú už dostupné v takmer všetkých nových modeloch predávaných spoločnosťou AUTO Heller, s.r.o.

### 3.2.1.2 Analýza odvetvia

Pre stanovenie potenciálu mikrookolia je nutné vymedziť **odvetvie**, v ktorom oceňovaný podnik pôsobí. Hlavnou činnosťou spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. je predaj automobilov a ich servis. Podľa klasifikácie ekonomických činností Európskej únie je firme priradený kód NACE 45 – Veľkoobchod, maloobchod a opravy motorových vozidiel. Vývoj relevantného trhu je vyjadrený pomocou Tab 3.2.

Tab 3.2 Vývoj odvetvia v rokoch 2002 – 2012

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
tempo rastu tržieb	3,20%	5,20%	4,40%	12,70%	16,80%	15,70%	-0,90%	-11,30%	7,00%	5,40%	-0,30%

Zdroj: MPO, konštrukcia vlastná

V období od roku 2002 do 2007 je zaznamenaný výrazný rast motoristického segmentu. Rast tržieb je odrazom rastúcich tržieb za predaj nových aj ojazdených automobilov a tiež rastúcich tržieb za opravy a údržbu motorových vozidiel. Toto obdobie je vzostupnou fázou ekonomického cyklu, a pre automobilový priemysel, ako pre typické cyklické odvetvie, to znamená pozitívne dopady vo forme rastu tržieb. V roku 2008 sa na medziročných zmenách tržieb podpísali globálne ekonomické udalosti a rast tržieb v priebehu prvého až tretieho štvrťroku mierne slabol. V poslednom štvrťroku dochádza k výraznému prepadu, čo ovplyvnilo celoročné údaje a tržby odvetvia poklesli o 0,9 %. V roku 2009 sa dopady globálnej krízy reálne premietli do domácej ekonomiky a prepad postihol predovšetkým predaj automobilov. Spotrebitelia v tejto situácii odložili nákupy automobilov. Na druhej strane však bol prijatý zákon o DPH a možnosti odpočtov DPH pri kúpe osobného automobilu. Preto dochádza k nárastu predaja osobných automobilov, ale na úkor ľahkých úžitkových vozov, nehovoriac o výraznom prepade nákladných automobilov a autobusov, ktoré spôsobili, že predaj medziročne oslabil o 11,3 %. Rok 2010 sa javí ako úspešnejší, pretože oddiel obchod, opravy a údržby motorových vozidiel zosilnel o 7%. Je nutné si však uvedomiť, že štatistika tržieb je silne ovplyvnená nízkou zrovnávanou základňou z predchádzajúceho roku. V roku 2011 si motoristický segment polepšil o 5,4 %. Čo sa týka prognóz budúceho vývoja, možno očakávať skutočne len mierny nárast. V roku 2012 bol zaznamenaný pokles o 0,3 %, na rok 2013 sa predpokladá podobný vývoj ako v predchádzajúcom roku. Problémom pre ďalšie obdobie sú stále negatívne očakávania spotrebiteľov i firiem, ktorí obmedzujú spotrebu a šetria na investíciách. Prepád spotreby nemá na svedomí len negatívna nálada na trhu, ale aj vládne opatrenia, ktoré stále viac znižujú disponibilné príjmy. Pre rok 2013 sa očakáva zlepšenie až v druhej polovici, kedy má byť postupne opúšťaná recesia, spotreba domácností by mala stagnovať (neklesať) a úrokové sadzby (3M PRIBOR) by mali aj naďalej klesať, čo by spotrebu mohlo podporiť. Pozitívnym by mal byť aj očakávaný pokles ceny ropy. Pre rok 2014 sa predpovedá návrat k rastu ekonomiky, oživeniu spotreby, ktoré by mali viesť k rastu predajov automobilov. Nepriaznivá situácia však naďalej ostane na trhu práce, kde sa počíta s miernym rastom nezamestnanosti.

**Konkurencia** spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. v rámci Moravskoslezského kraja je vymedzená na štyroch hlavných konkurentov.

*RT Torax, s.r.o* je rovnako ako AUTO Heller, s.r.o. zameraná na predaj nových automobilov Volkswagen Group, ale s autorizáciou len pre značku Škoda. Zároveň je RT Torax, s.r.o. autorizovaným servisným strediskom značiek Škoda, Audi, VW, Seat a Bosch. Autosalóny sa nachádzajú v Ostrave – Zábřehu a v Ostrave – Svinove. Podľa analýzy ide o najzdatnejšieho konkurenta, preto je vhodné ho monitorovať. Ako uvádza Tab 3.3 Hlavné charakteristiky konkurenčnej firmy, je firma RT Torax, s.r.o. z hľadiska objemu aktív väčšia než oceňovaná spoločnosť AUTO Heller, s.r.o. V tržbách za predaj tovaru spoločnosť AUTO Heller, s.r.o. výrazne prevyšuje tohto konkurenta, ktorého tržby za rok 2010 sú len necelých 20 % z tržieb firmy AUTO Heller, s.r.o. Čistý zisk RT Torax, s.r.o. je však o 4 milióny vyšší než u nami oceňovanej spoločnosti. Aj keď prevádzkový zisk AUTO Heller, s.r.o. je skoro dvojnásobný, stráca tento náskok vo finančnej oblasti, kde vykazuje stratu, zatiaľ čo finančný výsledok hospodárenia spoločnosti RT Torax, s.r.o. je skoro 18 miliónov a podieľa sa na celkovom čistom zisku skoro polovičnou časťou. Dôvodom je prepracovaný systém poskytovania operatívneho a finančného leasingu, ktorý je vnímaný ako veľká konkurenčná výhoda, pretože trh predaja automobilov je pomerne široký. Existuje tu veľká konkurencia, a tak obchodná marža nedosahuje vysokých čísel, preto sú popri asistenčných službách a poskytovaní servisu automobilov dôležité aj pridružené služby v podobe finančných služieb na zaistenie nákupu.

Tab 3.3 Hlavné charakteristiky konkurenčnej firmy (rok 2010, v tis. Kč)

	aktíva	EAT	Tržby za predaj tovaru
AUTO Heller, s.r.o.	585 344	30 444	1 322 830
RT Torax, s.r.o.	737 627	34 609	247 068

Zdroj: výkazy AUTO Heller, justice.cz

*ACA Autocentrála, s.r.o.* je autorizovaným predajcom automobilov Škoda, Hyundai a KIA. Samozrejmosťou ako aj u predchádzajúceho konkurenta je poskytovanie komplexne servisnej činnosti a predaj ojazdených automobilov. Pobočky tejto firmy nájdeme v Hlučine, Karvinej a jej sídlo sa nachádza v Ostrave – Třebovicích.

*AR CARS, s.r.o.* je predajcom zameraným na kvalitné luxusné a športové automobily, a to ako nové, tak aj preverené. Zároveň poskytuje autorizovaný servis VW a Audi. Dôležitú úlohu pri predaji zohráva individualizácia, ktorú firma poskytuje klientovi. Pretože predstava

klienta môže byť odlišná od toho, čo ponúka predajca, môže byť na jeho prianie automobil upravený ešte pred jeho dodaním. Z dôvodu špecializácie na luxusný segment, a hlavne na značku Porsche, spoločnosť jedná s najprestížnejšou firmou v oblasti týchto úprav – Techart Autobilddesing GMBH. Firma sídli v Ostrave – Hrabovej.

*CarTec Group, s.r.o.* zastupuje v Ostrave značku BMW, ktorú možno považovať za konkurenčnú k značke Audi. Prevádzka autosalónu sa nachádza v centre Ostravy blízko Frýdlantských mostov.

### 3.2.2 Interná analýza

Pri prevádzaní internej analýzy sa zameriava pozornosť na vnútorný stav a potenciál spoločnosti. V nasledujúcich riadkoch tak budú analyzované možnosti, schopnosti a zdroje firmy AUTO Heller, s.r.o a to konkrétne hmotné, ľudské, finančné a nehmotné zdroje.

**Hmotné zdroje** spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. sú tvorené majetkom firmy. Dlhodobé zdroje pozostávajú z jednotlivých budov sústredených v centre mesta na Cihelní ulici. Každý showroom je zameraný na predaj jednotlivej koncernovej značky a sú vybudované podľa najmodernejších štandardov koncernu Volkswagen. V roku 1999 bol slávnostne otvorený prvý autosalón Škoda a v tom istom roku bol nasledovaný otvorením autosalónu Volkswagen. Intenzívna výstavba pokračovala a v roku 2003 bola otvorená nová moderná lakovňa, zrekonštruovaná karosáreň a zahájené stavebné práce na novom autosalóne Seat, ktorý bol dokončený začiatkom roku 2004 a je najväčším autosalónom Seat v Českej republike. V tomto roku bol vybudovaný aj autosalón Volkswagen v Opave. V roku 2008 bola otvorená pobočka vo Frýdku – Místku. Zatiaľ najväčšou investíciou bol unikátny terminál Audi, prvý svojho druhu v Českej republike. V roku 2012 bol uvedený do prevádzky nový autosalón pre ojazdené automobily Das Welt Auto a Škoda Plus. Intenzívna investičná výstavba napovedá, že spoločnosť pri svojej expanzii zvyšovala potrebné kapacity vo forme nových autosalónov, ktoré majú výborný technický stav. Ďalším významným hmotným zdrojom spoločnosti sú automobily, ktorých predaj je hlavným predmetom činnosti podnikania. Jedná sa o automobily koncernu Volkswagen – Volkswagen, Volkswagen úžitkové automobily, Seat, Audi a Škoda a v roku 2011 firma zahájila predaj automobilov atraktívnej športovej značky Porsche. V rámci systému Das Welt Auto sa predávajú predvážacie a ojazdené automobily vo výbornom technickom stave. V ponuke sú nielen automobily koncernu Volkswagen, ale aj široké spektrum áut iných značiek.

**Ľudské zdroje** sú tvorené zamestnancami firmy. Ich celkový počet aj zastúpenie v jednotlivých činnostiach možno označiť za dlhodobu stabilnú. V roku 2012 bol priemerný prepočítaný stav zamestnancov 233. V porovnaní s predchádzajúcimi tromi rokmi najnižší. Vyše 50 % pracovníkov je zamestnaných v servisnej činnosti, v správe zastupujú 14 % a zvyšok sa pohybuje v predajnej činnosti. Pri výkone jednotlivých pracovných činností sa kladie dôraz na kvalitu, osobný rast a maximálne uspokojenie zákazníkov. V rámci kvalifikácie prechádza personál v prvej línii a servisní mechanici profesnými školeniami a certifikáciami. Zamestnanci sú motivovaní radou benefitov v oblasti starostlivosti o zamestnanca, finančných výhod, voľného času a rodiny, vzdelávania a rozvoja.

**Finančné zdroje** predstavujú prostriedky na financovanie majetku. Zameraná je pozornosť predovšetkým na štruktúru kapitálu. Podiel vlastného kapitálu na celkových zdrojoch je približne 40 % (vývoj a stav možno bližšie pozorovať v kapitole 3.3.1 Horizontálna a vertikálna analýza). Ďalšie dôležité charakteristiky ako zadlženosť podniku, náklady na získavanie kapitálu sú obsahom nasledujúcich kapitol (viď Kapitola 3.3).

**Nehmotným zdrojom** spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. je bezpochyby jej imidž. Jedná sa o stabilizovaný a dobre zavedený podnik v povedomí širokej ostravskej a regionálnej verejnosti, a to nielen vďaka vysoko kvalitným službám, ale aj pomocou efektívneho marketingu. Nesie viacero úspechov a ocenení, ktoré jej dobre vybudovaný imidž len podporujú. V roku 2010 a 2009 získala spoločnosť AUTO Heller ocenenie BEST DEALER v Českej republike – najlepší obchodník Škoda, vo svojej kategórii nad 500 predaných automobilov. Taktiež je držiteľom ocenenia najúspešnejšieho predajcu SEAT za roky 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 a 2008. Najprestížnejším ocenením, ktorým sa môže spoločnosť oprávnené chváliť je ocenenie koncernu Volkswagen – Diamantová jehlice, ktorá bola v ČR udelená po druhýkrát. Dobré meno firma získava aj dlhodobou spolupracou a podporou rôznych organizácií a subjektov. Nejedná sa len o veľké športové kluby (FC Baník, FC Vítkovice, HC Vítkovice, HC Oceláři Třinec, Florbal BIX Ostrava, Basketbalový klub NH Ostrava), ale tiež o podporu školstva, mládežníckeho športu a pomoc potrebným (nadace Terezy Maxové, nadace Patrik dětem, Charita Ostrava, Středisko pracovní rehabilitace, ZOO Ostrava, Šajtar, Centrum pro rodinu a sociální péči, Car Club).

### 3.3 Finančná analýza

Pre spracovanie finančnej analýzy boli použité vstupné dáta z finančných výkazov spoločnosti AUTO Heller, s.r.o., ktoré sú obsahom Prílohy č. 1. V rámci finančnej analýzy je najprv

prevedená horizontálna a vertikálna analýza a následne je prevedená analýza pomerových ukazovateľov.

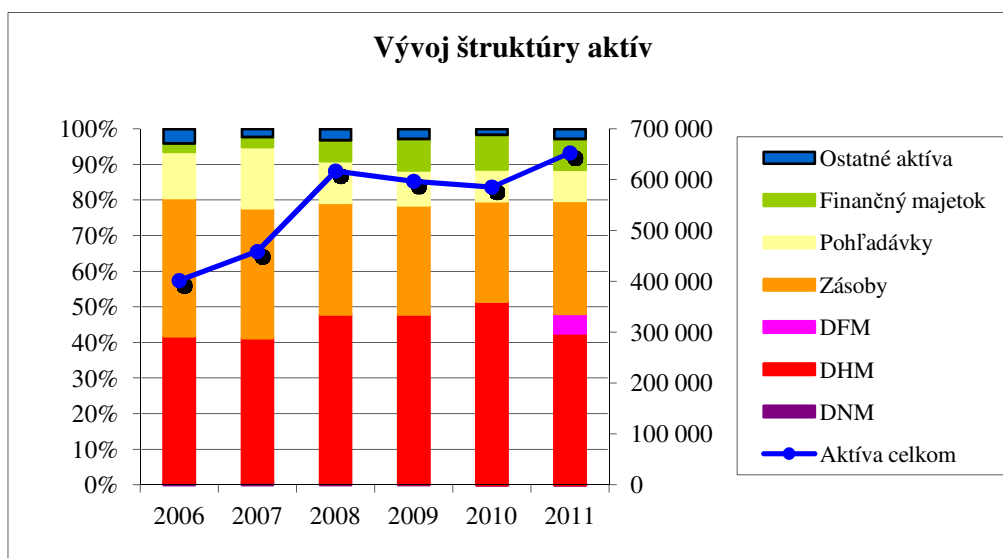
### 3.3.1 Vertikálna a horizontálna analýza

Pri vertikálnej a horizontálnej analýze analyzujeme štruktúru a trend vývoja absolútnych ukazovateľov rozvahy a výkazu zisku a straty. Úplná analýza absolútnych ukazovateľov spoločnosti je súčasťou Prílohy č.2.

#### 3.3.1.1 Vertikálno – horizontálna analýza rozvahy

Kombinovaný pohľad na vývoj súhrnných ukazovateľov aktív (pasív) a zároveň pohľad na vývoj štruktúry v čase poskytuje prevedená vertikálno-horizontálna analýza rozvahy. Graf 3.6 zobrazuje takúto analýzu aktív a Graf 3.7 zobrazuje vertikálno-horizontálnu analýzu pasív.

Graf 3.6 Vertikálno-horizontálna analýza aktív

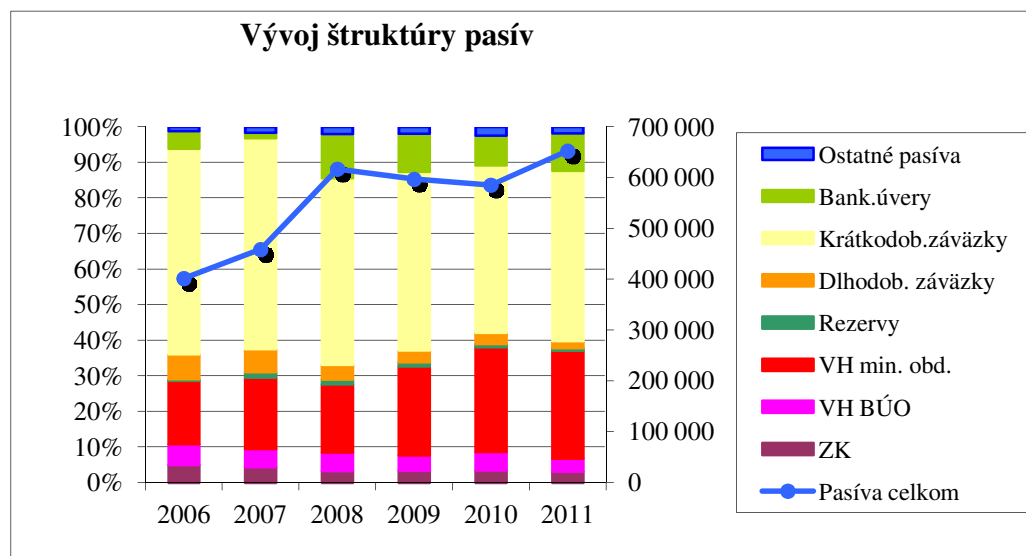


Zdroj: vlastné spracovanie

Z Grafu 3.6 je zrejmé, že vývoj celkových aktív je v čase kolísavý. Do roku 2008 aktíva rástli v dôsledku prevedených investícií, v roku 2009 a 2010 zaznamenávame mierny pokles a v roku 2011 sa hodnota majetku zvýšila o 11,5 %. Najvyšší podiel na celkových aktívach má dlhodobý hmotný majetok (z toho najvyššiu položku tvoria stavby), ktorý sa výraznejšie zvýšil práve v roku 2008, kedy bola zahájená prevádzka autosalónu vo Frýdku – Místku a vystavaný autosalón Audi. V nasledujúcich rokoch sa drží na podobnej úrovni, klesá až v roku 2011, kedy bola ukončená prevádzka v Třinci. Ďalšou významnou položkou

podieľajúcou sa na tvorbe aktív sú zásoby, ktoré tvoria približne 30 % celkového majetku. Ich vývoj odráža situáciu na trhu, kedy po rastúcich rokoch 2007, a predovšetkým 2008, zaznamenávajú pokles, v roku 2011 ale opäť dochádza k ich rastu o 25 %. Na obežnom majetku sa významne podieľajú aj krátkodobé pohľadávky, ktoré majú do roku 2011 klesajúcu tendenciu a finančný majetok, ktorý naopak v sledovanom období rastie.

Graf 3.7 Vertikálno-horizontálna analýza pasív



Zdroj: vlastné spracovanie

Z grafu je zrejmé, že celkové pasíva sú v celom sledovanom období tvorené prevažne z cudzích zdrojov. Najvýraznejší podiel nesú krátkodobé záväzky, ktoré s výnimkou rokov 2009 a 2010, rastú a ich celkový podiel na financovaní majetku v roku 2011 je skoro 48 %. Položka bankových úverov sa výrazne zvýšila v roku 2008, nasledujúce roky dochádzalo k splácaniu úverov a poklesu ich hodnoty a opäť sa zvýšili až v roku 2011. Veľkosť dlhodobých záväzkov sa medziročne znižuje, a tak znižuje aj svoj podiel na tvorbe pasív. Významným vlastným zdrojom pre krytie majetku je predovšetkým nerozdelený zisk minulých rokov, ktorý sa postupnou kumuláciou stále zvyšuje. Absolútna hodnota základného kapitálu je v čase stabilná.

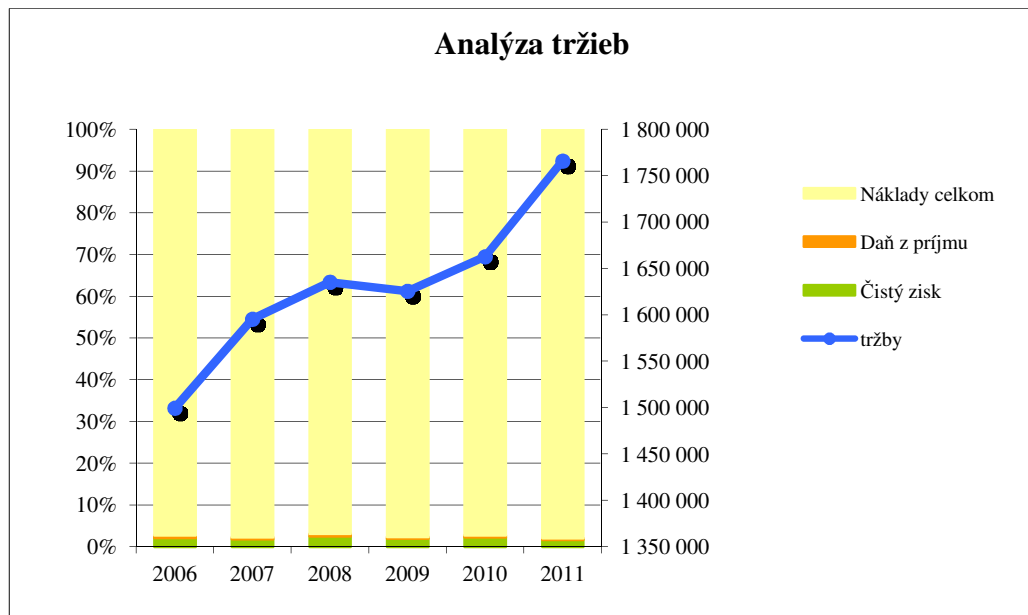
### 3.3.1.2 Vertikálno - horizontálna analýza výkazu zisku a straty

Pri prevedení vertikálno - horizontálnej analýzy výkazu zisku a straty je zameraná pozornosť predovšetkým na položku celkových tržieb, ktoré sú tvorené tržbami z predaja tovaru, vlastných výrobkov a služieb a tržbami z predaja dlhodobého majetku a materiálu.



Nasledujúci Graf 3.8 zobrazuje, ako sa v čase tržby vyvíjali a aká časť tržieb zostáva po odčítaní nákladov a dane z príjmu vo forme čistého zisku.

Graf 3.8 Vertikálno-horizontálna analýza tržieb



Zdroj: vlastné spracovanie

Z Grafu 3.8 je zrejmé, že celkové náklady pohltia väčšinovú časť tržieb a to až okolo 97 %, z toho pochopiteľne najvýraznejšie sú náklady na predaný tovar. Tento vysoký podiel celkových nákladov možno v čase označiť za vcelku stabilný. Čistý zisk predstavuje približne 2 % z celkových tržieb, jeho hodnota vzrástla v roku 2008 a 2010, v roku 2009 došlo k poklesu čistého zisku o 20 %, a v roku 2011 sa prepadol v porovnaní s predchádzajúcim rokom o 21 %. Celkové tržby však poklesli len v krízovom roku 2009, odvtedy dochádza k rastu tržieb. Problémom je, že tempo rastu nákladov je v posledných dvoch rokoch vyššie než tempo, akým rastú tržby, preto nedochádza k rastu zisku.

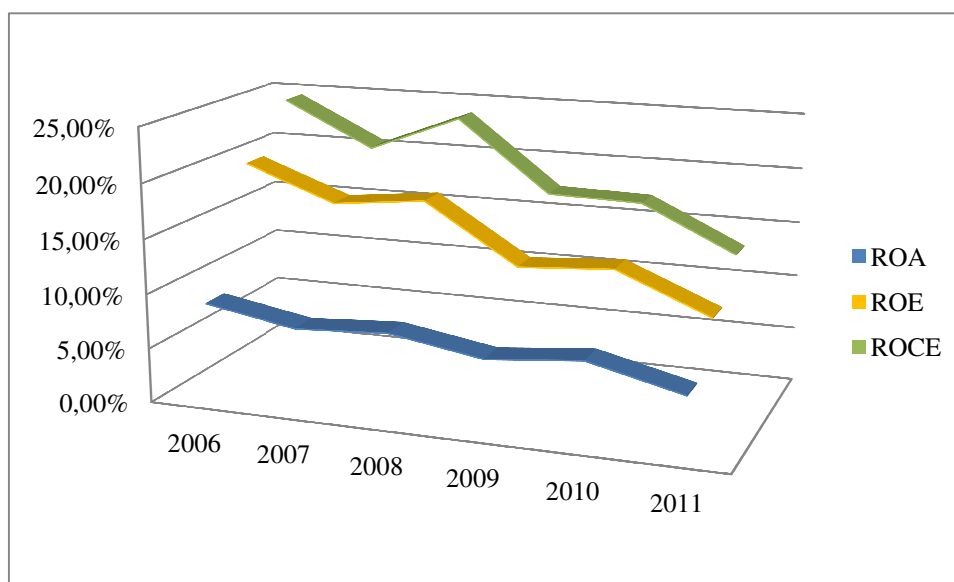
### 3.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Pri analýze pomerových ukazovateľov sú pre zhodnotenie finančnej pozície spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. vypočítané a zhodnotené vybrané ukazovatele rentability, zadlženosti, finančnej stability, likvidity a aktivity. Výpočet týchto ukazovateľov je obsahom Prílohy č.4.

## Rentabilita

Rentabilita podniku bola skúmaná prostredníctvom rentability aktív, rentability vlastného kapitálu a rentability dlhodobo investovaných zdrojov. Boli aplikované vzorce 2.1 – 2.3 a výsledky zobrazuje nasledujúci Graf 3.9.

Graf 3.9 Vývoj ukazovateľov rentability v rokoch 2006 – 2011



Zdroj: vlastné spracovanie

Z grafu je zrejmé, že rentabilita aktív, vlastného kapitálu i dlhodobo investovaných zdrojov má od roku 2008 klesajúcu tendenciu. Najhlbší prepád je zaznamenaný v roku 2011 u všetkých troch ukazovateľov.

Rentabilita aktív sa v sledovanom období pohybuje v rozmedzí od 9 % do 5 %. Najvyššia hodnota 8,9 % bola dosiahnutá v roku 2006, následne hodnota rentability aktív klesá v dôsledku poklesu prevádzkového zisku pri zvýšených aktívach. Rok 2008 sa nesie v dobrom znamení výrazného rastu prevádzkového zisku, v ktorom boli prevedené investície do otvorenia nového salónu Audi a rovnako pobočky vo Frýdku – Místku, preto sa výrazne zvýšila aj hodnota celkových aktív a ziskovosť aktív sa oproti predchádzajúcemu roku zvyšuje o necelého pol percentného bodu. V roku 2009 dopadajú na firmu dôsledky globálnej krízy, ktoré sa prejavili poklesom prevádzkového zisku, a teda aj poklesom rentability aktív. V roku 2010 dochádza k zlepšeniu, následne však rok 2011 zaist'uje výnosnosť aktív na zatiaľ najnižšej hodnote 5,28 %. Dôvodom je prepád prevádzkového zisku o 19 % a zvýšenie hodnoty aktív pri investícií v spoločnosti TEX Areál s.r.o.

Rentabilita vlastného kapitálu sa vyvíja rovnakým spôsobom ako rentabilita aktív. Vlastný kapitál je v roku 2011 zhodnotený o 9,5 %. Je to však najnižšia hodnota dosiahnutá v sledovanom období. Najpozitívnejší výsledok priniesol ešte rok 2006, kedy sa kapitál vlastníkov zhodnocoval až o necelých 20 %.

Dlhodobo investované zdroje dosahujú najvyššej rentability. Od roku 2008 je ale výnosnosť týchto prostriedkov klesajúca až k hranici 12,98 % dosiahnutej v roku 2011. Už spomínaný prevádzkový zisk medziročne striedavo klesá a rastie, zatiaľ čo hodnota vlastného kapitálu sa neustále zvyšuje, čo je spôsobené prevažne výsledkom hospodárenia minulých rokov a bežného účtovného obdobia, a hodnota dlhodobých záväzkov medziročne klesá.

V oblasti ziskovosti spoločnosti AUTO Heller možno konštatovať, že výsledky sú v celku uspokojivé. Všetky zdroje vložené do podnikania zaistujú, že spoločnosť je rentabilná, znepokojivá však môže byť klesajúca tendencia vývoja od roku 2008. Treba si však uvedomiť, že odvetvie, v ktorom firma pôsobí, je typickým cyklickým sektorom a preto pri situácií na trhu nemožno očakávať rast výnosnosti. Predpoklady do budúcnosti sú však optimistickejšie a už v krátkodobom horizonte možno očakávať zlepšenie vo forme rastu zisku a návratnosti zdrojov a investícií, ktoré boli uskutočňované aj počas krízových rokov.

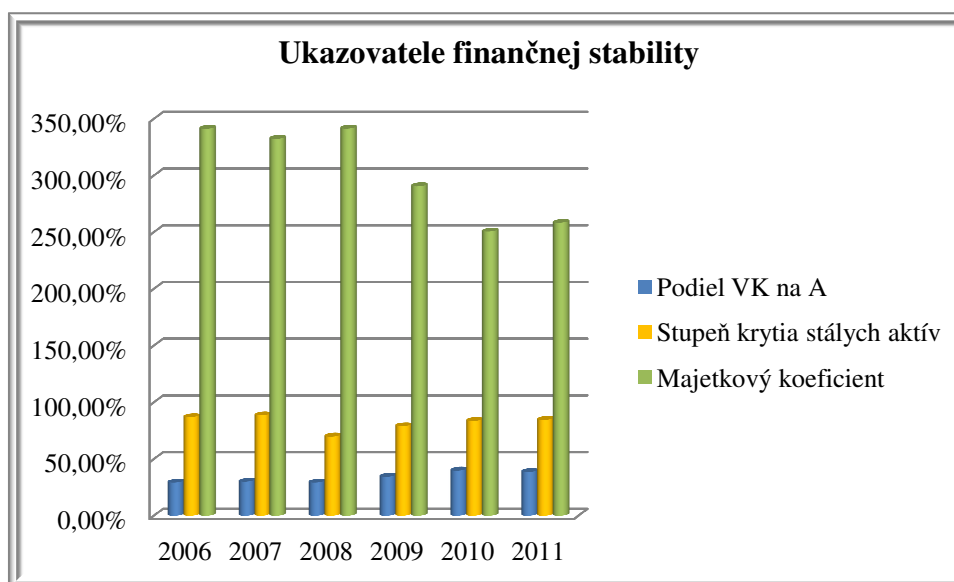
### **Finančná stabilita a zadlženosť**

Graf 3.10 zobrazuje vývoj ukazovateľov finančnej stability, pri ktorých boli aplikované vzorce 2.4 – 2.6. Hlavným ukazovateľom, ktorý charakterizuje dlhodobú finančnú stabilitu, je podiel vlastného kapitálu na celkových aktívach. Jeho hodnota sa v sledovanom období pohybuje v rozmedzí od 29,3 % do 39,89 %. Teda napríklad v roku 2011 by bol podnik schopný kryť svoj majetok skoro zo 40 % z vlastných zdrojov. V analyzovanom období dochádza k zvyšovaniu tohto podielu, teda dochádza k upevňovaniu finančnej stability podniku.

Ukazovateľ stupňa krytia stálych aktív sa po celú dobu drží pod hranicou 100 %. Znamená to, že podnik pre financovanie dlhodobého majetku využíva aj krátkodobé zdroje financovania. Dlhodobý majetok firmy bol v rokoch 2006 - 2011 krytý dlhodobými zdrojmi približne zo 70 % až 90 %. Vývoj stálych aktív mal po celú dobu rastúci charakter, rovnako ako aj dlhodobé zdroje, tvorené vlastným kapitálom a dlhodobými záväzkami. Tempo rastu stálych aktív však bolo nižšie než tempo rastu dlhodobých zdrojov, s výnimkou roku 2008, kedy dosiahol stupeň krytia stálych aktív len 69,83 %. Od tohto roku sa každoročne hodnota tohto ukazovateľa zvyšuje, a v roku 2011 dosahuje 84,5 %.

Majetkový koeficient sa v analyzovanom období pohybuje na vysokej hodnote od 250 % do 350 %. Jeho interpretácia je zložitejšia, finančne zdravý podnik by však mal mať tento koeficient stabilný, alebo aspoň neklesajúci, čo v prípade oceňovaného podniku nie je splnené.

Graf 3.10 Vývoj ukazovateľov finančnej stability v rokoch 2006 -2011

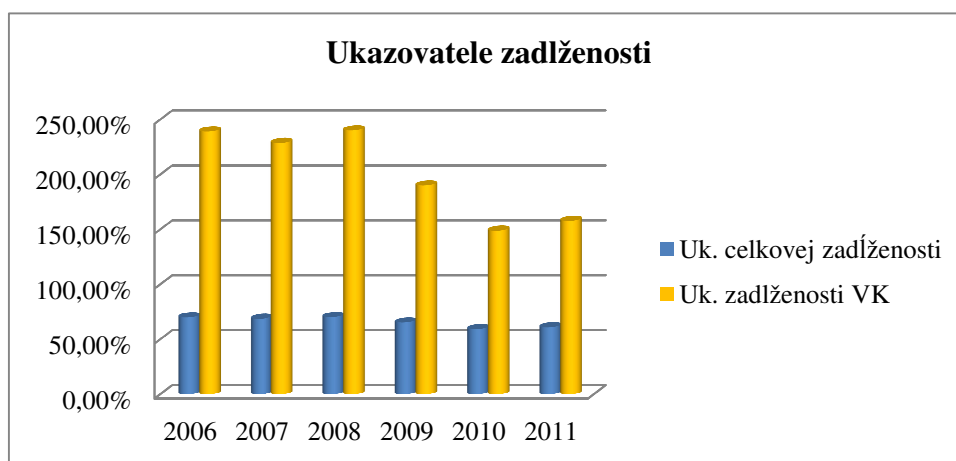


Zdroj: vlastné spracovanie

Ďalší Graf 3.11 charakterizuje zadlženosť podniku prostredníctvom ukazovateľa celkovej zadlženosti a ukazovateľa zadlženosti vlastného kapitálu. Ukazovateľ celkovej zadlženosti sa v sledovanom období pohybuje na úrovni 60 % až 70 %. Vývoj cudzích zdrojov a celkových aktív má rovnaký smer, do roku 2008 rástli, následne do roku 2010 klesali a v roku 2011 mierne vzrástli. Vývoj tohto ukazovateľa je pozvoľný, nie sú zistené žiadne výrazné výkyvy. V roku 2011 dosahuje úroveň veriteľského rizika 61 %.

Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu dosahuje v rokoch 2006 – 2009 veľmi vysokých hodnôt, ktoré možno vysvetliť expandujúcou fázou vývoja a nemalými investíciami podniku. V roku 2010 a 2011 je zadlženosť vlastného kapitálu na úrovni približne 150 %, čo sú už prijateľnejšie hodnoty a požadovaný klesajúci trend je splnený.

Graf 3.11 Vývoj ukazovateľov zadlženosti v rokoch 2006 – 2011



Zdroj: vlastné spracovanie

Pre úplné zhodnotenie zadlženosti podniku sú v Tab 3.4 uvedené aj ukazovatele úrokového zaťaženia a krytia, ktoré vyjadrujú pomer a vzťah nákladov cudzieho kapitálu k prevádzkovému zisku.

Tab 3.4 Hodnoty ukazovateľov úrokového zaťaženia a krytia v rokoch 2006 – 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Úrokové krytie	20,95	12,65	9,09	9,74	19,46	16,26
Úrokové zaťaženie	0,05	0,08	0,11	0,10	0,05	0,06

Zdroj: vlastné spracovanie

Úrokové krytie do roku 2008 klesá, v roku 2008 dosahuje najhoršieho výsledku, kedy sú celkové nákladové úroky kryté z prevádzkového zisku len 9,09 krát. Dôvodom bol výrazný rast nákladových úrokov v roku 2008 o skoro 100 %. Situácia sa však zlepšila a v roku 2011 je podnik schopný nákladové úroky kryť svojím prevádzkovým ziskom viac než 16 krát.

Úrokové zaťaženie je prevrátenou hodnotou ukazovateľa úrokového krytia, preto logicky najvyššie zaťaženie úrokmi firma pocítila v roku 2008, od kedy sa postupne znižuje.

### Likvidita

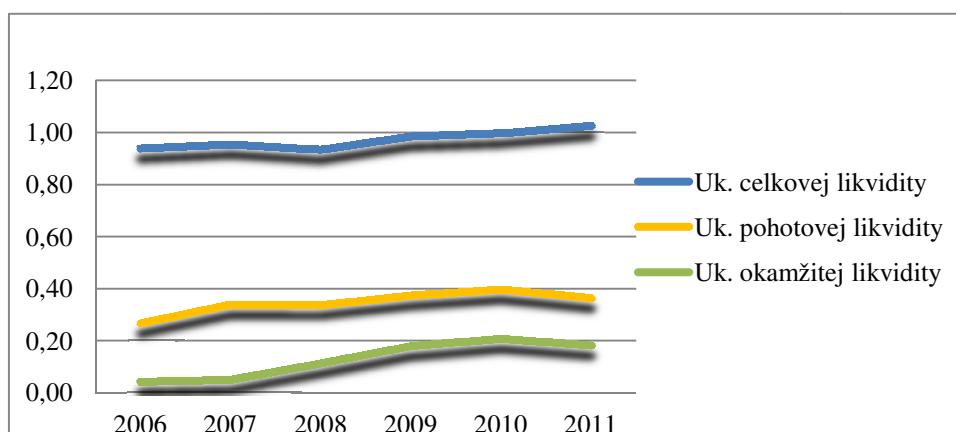
Pre posúdenie platobnej schopnosti podniku vychádzame z troch základných ukazovateľov a to z celkovej, pohotovej a okamžitej likvidity. Pre ich výpočet boli aplikované vzorce 2.11 – 2.13.

Ukazovateľ celkovej likvidity sa v celom analyzovanom období blíži hodnote 1. Jeho hodnotu možno označiť za stabilnú, resp. za mierne rastúcu. Za primeranú výšku tohto ukazovateľa sa považuje rozmedzie od 1,5 do 2,5.<sup>3</sup> Hodnoty celkovej likvidity dosahované podnikom sú podstatne nižšie, ale pri porovnaní s odvetvím zistíme, že sa príliš od nich nelíšia. V roku 2011 bola celková likvidita dosahovaná v odvetví na úrovni 1,32, podnik dosahoval hodnotu 1,02. To znamená, že podnik by bol schopný kryť svoje krátkodobé záväzky obežnými aktívami, teda tými, ktoré sú k tomu určené.

Hodnoty ukazovateľa pohotovej likvidity dosahuje výrazne nižšej úrovne než ukazovateľ celkovej likvidity, čo je dôkazom toho, že podnik veľkú časť krátkodobých aktív drží vo forme zásob, ktoré sú najmenej likvidnou časťou obežných aktív. Vzhľadom na charakter podnikania by sa takéto ocenenie zásob javilo ako normálne, ale v porovnaní s odvetvím sú hodnoty pohotovej likvidity skutočne nízke. V roku 2011 bol tento ukazovateľ v odvetví na úrovni 0,92, zatiaľ čo v podniku na úrovni len 0,36. Poukazuje to na fakt, že podnik drží veľkú časť aktív v zásobách a vzhľadom na výsledky by bolo vhodné optimalizovať štruktúru tejto položky.

Ukazovateľ okamžitej likvidity do roku 2010 rástol vďaka výraznému rastu položky finančného majetku, ktorý v roku 2011 stagnoval a v dôsledku rastu krátkodobých záväzkov dochádza k miernemu poklesu okamžitej likvidity na 0,18. Táto hodnota je však totožná s priemernou okamžitou likviditou odvetvia, teda z krátkodobého hľadiska by sa problémy so splácaním krátkodobých záväzkov vyskytnúť nemali.

Graf 3.10 Vývoj ukazovateľov likvidity v rokoch 2006 – 2011



Zdroj: vlastné spracovanie

<sup>3</sup> DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2

Na základe analýzy likvidity možno konštatovať, že v porovnaní s odvetvím sa vyskytol problém pri likvidite druhého stupňa. Z dlhodobejšieho hľadiska by pravdepodobne mohla nastať situácia, že podnik by nebol schopný kryť svoje krátkodobé záväzky pohotovými prostriedkami, pretože veľká časť obežných aktív je viazaná v zásobách, teda najmenej likvidnej časti obežného majetku. Ďalším krokom bude doplnenie o ukazovatele štruktúry obežných aktív, aby bolo možné posúdiť vážnosť tohto ohrozenia.

### Aktivita

Na základe vzorcov 2.14 – 2.16 sú vypočítané hodnoty ukazovateľov aktivity, ktoré informujú o efektivite hospodárenia spoločnosti, a ktoré sú znázornené v Tab 3.5.

Tab 3.5 Hodnoty ukazovateľov aktivity v rokoch 2006 – 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Doba obratu zásob	37,39	38,46	43,02	40,59	35,72	42,15
Doba obratu pohľadávok	12,47	18,05	16,12	12,97	11,30	11,61
Doba obratu záväzkov	55,63	62,48	72,05	66,41	59,56	63,71

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri hodnotení doby obratu platí, že čím je hodnota nižšia, tým je viazanosť kapitálu podniku v majetku kratšia a spoločnosť ho lepšie využíva.

Doba obratu zásob do roku 2008 rástla, následne do roku 2010 klesala a v roku 2011 predstavovala doba premeny zásob na tržby 42 dní. Čím je táto hodnota nižšia, tým efektívnejšie je riadený sklad. V rokoch 2009 a 2010 došlo k poklesu stavu zásob, čím firma správne reagovala na situáciu na trhu. V roku 2011 sa tento stav zvýšil o 25%, čo sa však vzhľadom k predajnosti nevyplatilo.

Doba obratu pohľadávok má rovnako kolísavý vývoj, ktorý je rovnako, ako aj u doby obratu zásob spôsobený kolísavým vývojom pohľadávok (a zásob). Priemerná doba úhrady pohľadávok v roku 2011 je 11,6 dní. Znamená to, že firma poskytuje bezúročný dodávateľský úver svojim zákazníkom na 12 dní. V praxi túto hodnotu možno považovať za výbornú.

Doba obratu záväzkov má taktiež kolísavý vývoj. Tržby po celé sledované obdobie rástli, teda vývoj ukazovateľa obratu záväzkov priamo odráža vývoj krátkodobých záväzkov. V roku 2011 je priemerná doba poskytnutia obchodného úveru pre podnik 64 dní. Dôležité pri hodnotení týchto ukazovateľov je pozorovať a porovnať dobu obratu pohľadávok a dobu obratu záväzkov. Pre zaistenie likvidity je potrebné, aby doba obratu pohľadávok bola nižšia

než doba obratu záväzkov. V celom analyzovanom období doba, na ktorú sú poskytnuté podniku obchodné úvery, prevyšuje dobu úhrady pohľadávok od zákazníkov, preto by likvidita z tohto hľadiska nemala byť ohrozená.

### 3.4 SWOT analýza

Tab. 3.6 poskytuje sumárny prehľad o silných, slabých stránkach podniku a o príležitostiach a hrozbách okolia. Vychádza z prevedenej strategickej a finančnej analýzy.

Tab. 3.6 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
Koncentrácia piatich autosalónov v centre Ostravy	Strátové strediska
Moderné autosalóny	Nedostatok parkovacích plôch
Autorizovaný servis koncernových značiek	Vyššia fluktuácia zamestnancov
Moderná lakovňa a karosáren	Klesajúca prevádzková zisková marža
Doplňkové služby	Klesajúca rentabilita
Predaj renomovaných značiek	Menej rozvinuté finančné služby oproti konkurencii
Vedúce postavenie v regióne	
Image spoločnosti	Vysoký stav zásob
Osvedčený management	
Kvalifikovaní pracovníci - kvalita služieb	
Držiteľ ISO 9001:2000 a ekoaudit	
Finančná stabilita	
Príležitosti	Ohrozenia
Zlepšenie hospodárskej situácie	Stávajúci konkurenti
Rozšírenie pôsobnosti o nové lokality	Príchod nového konkurenta
Rozšírenie servisných služieb (AL karoséria)	Tlak na znižovanie cien
STK	Znižovanie poptávky po automobiloch
Znižovanie nákladov	Závislosť na vývoji ekonomiky
Priaznivá vládna politika	Hospodárska recesia
Vstup do odvetvia - vysoké kapitálové nároky	Nepriaznivá vládna politika
	Široký geografický rozsah konkurencie
	Vyjednávací pozícia zákazníka

Zdroj: vlastné spracovanie

Záverom k analýze SWOT možno konštatovať, že hlavnou silnou stránkou firmy je jej postavenie ako silnej a stabilnej spoločnosti s ponukou prestížnych automobilových značiek a s tým súvisiacich pridružených služieb. Najslabšie miesta ako pokles rentability a pokles ziskovej marže vyplýva z tržných podmienok a je hlavným ohrozením podniku. Celkový trh



predaja automobilov stráca výnosový potenciál v dôsledku poklesu ziskových marží a vysokej konkurencii na trhu a navyše v období recesie prirodzene klesá poptávka po automobiloch. Podľa prognóz by však malo v nasledujúcich rokoch dôjsť k postupnému ožiovaniu ekonomiky a teda aj predaj automobilov by sa mal zvýšiť.

## 4 APLIKÁCIA VYBRANÝCH METÓD OCEŇOVANIA

V tejto kapitole bude prevedené výsledné ocenenie spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. vybranými metódami. Ocenenie bude prevedené na úrovni celkového kapitálu spoločnosti metódou *DCF Entity* a *EVA Entity* a vlastný kapitál bude ocenený pomocou účtovnej metódy a metódy *DCF Equity*. Ocenenie bude prevedené k 1.1. 2012.

Hodnota podniku podľa *DCF Entity*, *DCF Equity* a *EVA Entity* je zistená na báze dvojfázovej metódy. Prvá fáza trvá 4 roky (2012 – 2015), druhá fáza trvá od roku 2016 do nekonečna a predpokladá sa v nej konštantná úroveň free cash flow.

Obsahom kapitoly je zostavenie finančného plánu, ktorý nadväzuje na čiastočné plány generátorov hodnoty. Pre účely ocenenia sú vymedzené finančné toky a stanovené náklady kapitálu pomocou stavebnicovej metódy.

### 4.1 Plán generátorov hodnoty

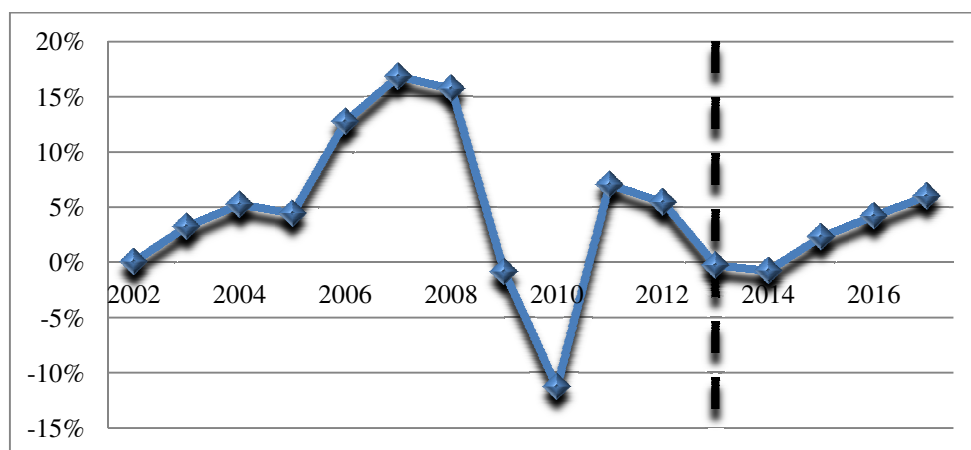
Generátory hodnoty sú veličiny, ktoré určujú hodnotu podniku, a sú nimi napríklad tržby, prevádzková zisková marža, pracovný kapitál, dlhodobý majetok a investície a iné.

#### 4.1.1 Plán tržieb

Pri stanovení prognózy budúceho vývoja tržieb spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. budeme vychádzať z analýzy trhu, kedy je na základe minulého vývoja odhadnutý budúci vývoj tržieb za celé odvetvie. Následne je zistený tržný podiel spoločnosti v minulosti a jeho budúci vývoj je prognózovaný s ohľadom na prevedenú SWOT analýzu.

Pre prevedenie analýzy relevantného trhu je využitá regresná analýza. Ako nezávislá premenná, teda určujúci faktor, je vybraný typický a najvhodnejší faktor pre cyklické odvetvie - *HDP* a ďalej inflácia. Na základe údajov o vývoji tržieb odvetvia, hodnotách rastu *HDP* a inflácie v rokoch 2002 – 2012 bola prevedená regresná analýza, ktorej výsledkom je prognóza pre roky 2013, 2014, 2015 a 2016, ktoré zobrazuje nasledujúci graf.

Graf 4.1 Vývoj a prognóza relevantného trhu v rokoch 2002 - 2016



Zdroj: czso.cz, vlastné spracovanie

Tržný podiel spoločnosti v minulosti je zisťovaný za obdobie rokov 2005 – 2011 a je určený ako podiel tržieb spoločnosti AUTO Heller na tržbách celého odvetvia. Zobrazuje ho nasledujúca tabuľka.

Tab 4.1 Tržný podiel spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. (mil. Kč)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
tržby odvetvie	313 031	359 788	416 782	398 740	340 840	342 601	355 755	354 687
tržby AH	1 326	1 500	1 567	1 616	1 624	1 665	1 765	1 649
tr. podiel AH	0,42%	0,42%	0,38%	0,41%	0,48%	0,49%	0,50%	0,46%

Zdroj: výkazy AH, vlastné spracovanie

Od roku 2007 dochádza k zvyšovaniu tržného podielu spoločnosti a pohybuje sa v rozmedzí od 0,4 % až 0,5 % z celkových tržieb odvetvia v rámci ČR. Je nutné však podotknúť významné zastúpenie spoločnosti v rámci predaja koncernových značiek v celej Českej republike, kde sa podiel spoločnosti AUTO Heller na predaných kusoch značiek Volkswagen a Seat pohybuje aj vyše 10 %. Konkrétnejšie údaje sú obsiahnuté v prílohe č.5. V roku 2012 sa však tržný podiel znižuje o 0,04 p.b. na 0,46 %. Vzhľadom k prevedenej SWOT analýze a vzhľadom k postaveniu firmy ako stabilnej a zrelej spoločnosti na trhu budeme predpokladať, že tržný podiel sa v nasledujúcich rokoch bude zvyšovať o 0,01 p.b. K tomuto prispeje aj novovybudovaný autosalón na predaj ojazdených automobilov, ktorých predaj tvorí nezanedbateľných 12 % z celkového ročného obratu. Rok 2016, ktorý v procese ocenenia bude predstavovať druhú fázu, bude mať stagnujúci vývoj tržného podielu.

Nasledujúca tabuľka uvádza na základe výpočtov z už zmienených údajov prognózu budúcich tržieb AUTO Heller, s.r.o.

Tab 4.2 Prognóza tržieb spoločnosti AUTO Heller v rokoch 2013 – 2016

Rok	tržný podiel AH	tržby AH
2012	0,46%	<b>1 649 182</b>
2013	0,47%	<b>1 668 757</b>
2014	0,48%	<b>1 742 949</b>
2015	0,49%	<b>1 853 100</b>
2016	0,49%	<b>1 963 730</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.2.1 Prevádzková zisková marža

Prevádzková zisková marža je odvodená z pomeru prevádzkového zisku pred daňami a odpismi k tržbám. Z výkazov spoločnosti z rokov 2006 -2011 boli pomerom prevádzkového výsledku hospodárenia k tržbám stanovené ročné prevádzkové ziskové marže (*pzm*). Plán prevádzkovej ziskovej marže bude zodpovedať priemeru za sledované obdobie a ako vyplýva z Tab. 4.3 je jej hodnota 2,42 %.

Tab. 4.3 Výpočet priemernej prevádzkovej ziskovej marže

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Prevádzkový VH (tis.Kč)	35 727	34 120	48 940	38 910	42 962	34 457
Tržby (tis.Kč)	1 499 823	1 567 440	1 616 195	1 623 748	1 665 441	1 765 253
Pmz	2,38%	2,18%	3,03%	2,40%	2,58%	1,95%
<b>Priemerná pzm</b>	<b>2,42%</b>					

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.1.3 Čistý pracovný kapitál

Vývoj čistého pracovného kapitálu bude zodpovedať vývoji prognózovaných tržieb v jednotlivých rokoch. Krátkodobé záväzky a obežný majetok budú teda ročne rásť, resp. klesať o rovnaké percento ako tržby. V nasledujúcej Tab. 4.4 je uvedený medziročný rast prognózovaných tržieb.

Tab. 4.4 Prognóza medziročného rastu tržieb

<b>2012</b>	-6,58%
<b>2013</b>	-0,97%
<b>2014</b>	4,49%
<b>2015</b>	6,37%
<b>2016</b>	5,97%

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.1.4 Plán investícií

Plán investícií obsahuje plánovanú investičnú výstavbu a plán odpisov. Plánované odpisy sú stanovené pomocou pevného podielu na dlhodobom majetku za sledované obdobie 2006 – 2011 ako ukazuje Tab 4.5. Podľa týchto výpočtov je priemerný podiel odpisov na stálych aktívach 12,77 %.

Tab. 4.5 Plánované odpisy

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DM (tis.Kč)	167 922	189 064	295 726	285 647	301 319	313 979
Odpisy (tis. Kč)	19 999	24 032	31 771	40 142	41 255	42 369
Podiel odpisov na tržbách	11,91%	12,71%	10,74%	14,05%	13,69%	13,49%
<b>Priemerný podiel</b>	<b>12,77%</b>					

Zdroj: vlastné spracovanie

Plán investícií vychádza z investičných zámerov spoločnosti. V roku 2012 boli vynaložené rozvojové investície pri výstavbe autosalónu Das Welt Auto a tak dlhodobý majetok vzrástol o 15%, v nasledujúcich rokoch budeme počítať s rastom dlhodobého majetku o 10%, čo je nižšie tempo než priemerné tempo rastu v posledných 5 rokoch, ale museli sme zohľadniť, že v tom období firma uskutočňovala svoje investičné zámery a v budúcnosti sa s takýmito výraznými investíciami už nepočíta, preto je stanovený rast na nižšej hodnote než priemerné tempo rastu v minulosti.

#### 4.2 Finančný plán

Zostavený finančný plán spoločnosti nadväzuje na rozvahu a výkaz zisku a straty z roku 2011. V plánovanom horizonte sa nepredpokladá zmena sadzby dane z príjmu, bude teda na konštantnej úrovni 19 %. Spoločnosť v plánovanom období nepredpokladá príjem ďalších úverov, naopak bude znižovať svoje zadlženie a ročné splátky budú vo výške 15 mil. Kč. Priemerná úroková sadzba z už poskytnutých úverov je 5 %.

Nasledujúce tabuľky 4.6 – 4.8 zobrazujú kompletný finančný plán na roky 2012 – 2016.

Tab. 4.6 Plánovaný výkaz zisku a strát na roky 2012 – 2016

	Výchozí rok	Plán				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TRŽBY	1 765 253	1 649 182	1 668 757	1 742 949	1 853 100	1 963 730
PREVÁZD. ZISK. MARŽA		2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%
PREVÁDZKOVÉ NÁKLADY		1 609 272	1 628 373	1 700 770	1 808 255	1 916 208
- z toho ODPISY		40 095	40 989	39 854	38 750	37 677
ZISK PŘED ÚROKY A DAŇAMI		39 910	40 384	42 179	44 845	47 522
PLATENÉ ÚROKY		3 341	2 591	1 841	1 091	341
ZISK PŘED ZDANĚNÍM		36 570	37 793	40 339	43 754	47 182
DAŇOVÁ SAZBA (19 %)		6 948	7 181	7 664	8 313	8 964
ČISTÝ ZISK		29 621	30 613	32 674	35 441	38 217

Zdroj: vlastné spracovanie

Na vytvorený výkaz zisku a straty nadväzuje plán cash - flow, ktorý zobrazuje Tab. 4.7.

Tab. 4.7 Plánovaný výkaz cash – flow na roky 2012 – 2016

	Plán				
	2012	2013	2014	2015	2016
POČÍATOČNÝ STAV PEŇ.PR.	18 694	26 796	51 219	77 229	105 617
ČISTÝ ZISK	29 621	30 613	32 674	35 441	38 217
ODPISY	40 095	40 989	39 854	38 750	37 677
ÚVER	0	0	0	0	0
ZDROJE CELKOM	69 716	71 602	72 528	74 191	75 894
INVESTÍCIE	47 097	32 098	31 209	30 344	29 504
SPLÁTKY	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
ZMENA ČISTÉHO PRAC.KAPITÁLU	-483	82	309	458	626
UŽITIE CELKOM	61 614	47 180	46 518	45 802	45 130
PEŇAŽNÝ TOK CELKOM	8 102	24 422	26 010	28 388	30 763
KONEČNÝ STAV PEŇ.PR.	26 796	51 219	77 229	105 617	136 381

Zdroj: vlastné spracovanie

Plánovaná rozvaha je vytvorená na základe hodnôt zistených v plánovanom výkaze peňažných tokov a v plánovanom výkaze zisku a straty a vychádza z údajov rozvahy z roku 2011.

Tab. 4.8 Plánovaná rozvaha na roky 2012 – 2016

	Výchozí rok	Plán				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
STÁLE AKTÍVA	313 979	320 981	312 090	303 445	295 039	286 867
OBEŽNÉ AKTÍVA	319 747	298 708	302 262	315 713	335 666	362 956
PEŇAŽNÉ PROSTRIEDKY	18 694	26 796	51 219	77 229	105 617	136 381
AKTÍVA CELKOM	652 420	646 485	665 570	696 387	736 323	786 203
ZÁKLADNÝ KAPITÁL	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
REZERVNÝ FOND, REZERVY	16 194	16 194	16 194	16 194	16 194	16 194
VH MINULÝCH ROKOV	198 012	222 004	251 625	282 238	314 912	350 353
VH BEŽNÉHO OBDOBIA	23 992	29 621	30 613	32 674	35 441	38 217
DLHODOBÉ ZÁVAZKY	81 814	66 814	51 814	36 814	21 814	6 814
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY	312 408	291 852	295 325	308 467	327 962	354 625
PASIVA CELKOM	652 420	646 485	665 570	696 387	736 323	786 203

Zdroj: vlastné spracovanie

### 4.3 Ocenenie metódou *DCF Equity*

Pre stanovenie tržnej hodnoty vlastného kapitálu je použitá metóda *DCF Equity*. Pre výpočet tejto hodnoty sa diskontujú peňažné toky pre vlastníkov – *FCFE* nákladom vlastného kapitálu ( $R_E$ ).

Postup výpočtu je nasledovný:

1. výpočet voľných peňažných tokov *FCFE*,
2. výpočet nákladu vlastného kapitálu  $R_E$ ,
3. výpočet diskontovaných peňažných tokov,
4. výpočet hodnoty za prvú fázu,
5. výpočet pokračujúcej hodnoty,
6. výpočet hodnoty vlastného kapitálu podniku.

#### 4.3.1 Stanovenie finančných tokov *FCFE*

Pri stanovení *FCFE* vychádzame z údajov finančného plánu o plánovanom zisku, odpisoch, zmene čistého pracovného kapitálu, plánovaných investíciách a plánovaných splátkach úveru.

Tab. 4.9 zobrazuje stanovenie *FCFE* podľa vzorca 2.35.

Tab. 4.9 Stanovenie *FCFE*

Výpočet <i>FCFE</i>	1. fáza				2.fáza
	2012	2013	2014	2015	2016
+ čistý zisk	29 621	30 613	32 674	35 441	38 217
+ odpisy	40 095	40 989	39 854	38 750	37 677
- zmena ČPK	-483	82	309	458	626
+ saldo dlhu	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
- investície	47 097	32 098	31 209	30 344	29 504
<b><i>FCFE</i></b>	<b>7 137</b>	<b>24 585</b>	<b>26 628</b>	<b>29 304</b>	<b>32 016</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

Zdanené úroky boli vypočítané ako súčin nákladových úrokov a sadzby dane z príjmu, ktorá činí 19 %. Saldo dlhu je určené ako rozdiel medzi čerpaním a splácaním úveru, a keďže sa neplánujú žiadne nové bankové úvery, naopak každoročne sa stávajúce znižujú o splatenú čiastku 15 mil. Kč, saldo dlhu bude v mínuse 15 mil. Kč.

#### 4.3.2 Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú stanovené pomocou stavebnicovej metódy a sú aplikované vzorce 2.40 – 2.48. Tab. 4.10 uvádza výpočet nákladov na vlastný kapitál.

Tab. 4.10 Stanovenie nákladov na vlastný kapitál

	2012	2013	2014	2015	2016
$R_F$	1,75%	0,63%	2,83%	2,83%	2,83%
$R_{LA}$	4,16%	4,11%	4,06%	3,99%	3,92%
$R_{podnikateľské}$	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%
$R_{fin.stability}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b><math>WACC_U</math></b>	<b>9,89%</b>	<b>8,72%</b>	<b>10,87%</b>	<b>10,80%</b>	<b>10,73%</b>
<b><math>R_E</math></b>	<b>11,32%</b>	<b>9,52%</b>	<b>11,60%</b>	<b>11,19%</b>	<b>10,84%</b>

Zdroj: ČNB, MPO, MF, vlastné spracovanie

Bezriziková sadzba  $R_F$  odpovedá výnosu štátnych strednodobých dlhopisov. V roku 2012 bol priemerný výnos štátnych 5-ročných dlhopisov podľa ČNB 1,75 %. V roku 2013 dosahujú zatiaľ výnosnosti len 0,63 %. Pre ďalší horizont je bezriziková sadzba určená ako ročný priemerný výnos päťročných kupónových dlhopisov emitovaných v máji 2013. Očakávaný výnos, ako uvádza Ministerstvo financií, je 2,83 %.

Riziková prirážka za veľkosť podniku je vyčíslená na základe výšky úplatných zdrojov, ktoré sú tvorené vlastným kapitálom, bankovými úvermi a obligáciami. Ich hodnota je vyššia než



100 mil. Kč, ale zároveň nižšia než 3 mld. Kč, preto je riziková prirážku za veľkosť podniku stanovená podľa vzorca 2.44.

Riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu je odvodená z porovnania  $ROA$  s pomocným ukazovateľom  $XI$ , ktorý vyjadruje nahradzovanie úplatného cudzieho kapitálu vlastným kapitálom (vzorec 2.45). Keďže hodnota ukazovateľa  $XI$  je vo všetkých plánovaných rokoch nižšia než rentabilita aktív, riziko podnikateľské zodpovedá minimálnemu riziku daného odvetvia, ktoré je podľa údajov internetového portálu Ministerstva priemyslu a obchodu vo výške 3,98 %.

Pri stanovení rizikovej prirážky finančnej stability sa vychádza z ukazovateľa celkovej likvidity, ktorá sa porovnáva s medznými hodnotami  $XL1$  a  $XL2$ . Pre dané odvetvie sú hodnoty  $XL1 = 0,16$  a  $XL2 = 0,97$ , teda ukazovateľ celkovej likvidity prevyšuje tieto medzné hodnoty a riziková prirážka finančnej stability je stanovená na úrovni 0 %.

Sčítaním jednotlivých prirážok podľa vzorca 2.40 dostaneme  $WACC_U$ , teda celkové náklady nezadĺženej firmy. Použitím vzorca 2.42 dopočítame náklady na vlastný kapitál  $R_E$ .

### 4.3.3 Ocenenie metódou *DCF Equity*

Hodnota podniku je stanovená na báze vlastného kapitálu pomocou výnosovej dvojfázovej metódy. Pre stanovenie hodnoty prvej fáze, ktorá trvá 4 roky, a druhej fáze, ktorá trvá od roku 2016 do nekonečna, musíme najprv previesť voľné peňažné toky pre vlastníkov  $FCFE$  na ich súčasnú hodnotu tým, že ich diskontujeme nákladmi na vlastný kapitál  $R_E$ . Tab. 4.11 obsahuje výpočet hodnoty vlastného kapitálu podniku.

Tab. 4.11 Stanovenie hodnoty vlastného kapitálu podľa *DFC Equity*

	1. fáza				2.fáza
	2012	2013	2014	2015	2016
$FCFE$	7 137	24 585	26 628	29 304	32 016
$R_E$	11,32%	9,52%	11,60%	11,19%	10,84%
Diskontný faktor	0,8983	0,8336	0,7195	0,6542	0,6542
Diskontované $FCFF$	6 411	20 495	19 158	19 172	
Hodnota 1.fáze	65 236				
Pokračujúca hodnota	295 360				
Hodnota 2. Fáze	193 237				
Hodnota celkom	<b>258 474</b>				

Zdroj: vlastné spracovanie

Hodnota vlastného kapitálu stanovená pomocou dvojfázovej výnosovej metódy je 258 474 tis. Kč, pričom prvá fáza má hodnotu 65 236 tis. Kč, hodnota druhej fázy je 193 237 tis. Kč a pokračujúca hodnota udávajúca hodnotu firmy za druhú fázu k počiatku druhej fázy je 295 360 tis. Kč.

#### 4.4 Ocenenie metódou *DCF Entity*

Pomocou tejto metódy bude oceňovaný celkový kapitál spoločnosti. Pri stanovení výslednej hodnoty sa vychádza z voľných peňažných tokov pre vlastníkov a veriteľov – *FCFF*, ktoré sú diskontované nákladmi celkového kapitálu  $R_A$ . Informácie potrebné pre výpočet sú čerpané z finančného plánu.

Postup výpočtu je nasledovný:

1. výpočet voľných peňažných tokov *FCFF*,
2. výpočet nákladov celkového kapitálu  $R_A$ ,
3. výpočet diskontovaných peňažných tokov,
4. výpočet hodnoty za prvú fázu,
5. výpočet pokračujúcej hodnoty,
6. výpočet hodnoty celkového kapitálu podniku.

##### 4.4.1 Stanovenie finančných tokov *FCFF*

Pri stanovení *FCFF* sú využité údaje z finančného plánu o plánovanom zisku, odpisoch, zmene čistého pracovného kapitálu a plánovaných investíciách. Pre výpočet je použitý vzorec 2.34.

Tab. 4.12 Stanovenie *FCFF*

Výpočet <i>FCFF</i>	1. fáza				2.fáza
	2012	2013	2014	2015	2016
+ zdanené úroky	2 706	2 098	1 491	883	276
+ čistý zisk	29 621	30 613	32 674	35 441	38 217
+ odpisy	40 095	40 989	39 854	38 750	37 677
- zmäna ČPK	-483	82	309	458	626
- investície	47 097	32 098	31 209	30 344	29 504
<b><i>FCFF</i></b>	<b>25 808</b>	<b>41 521</b>	<b>42 501</b>	<b>44 272</b>	<b>46 039</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

Zdanené úroky boli vypočítané ako súčin nákladových úrokov a sadzby dane z príjmu, ktorá činí 19 %. Výpočet zmeny čistého pracovného kapitálu ( $\Delta\check{CPK}$ ) je uvedený v nasledujúcej Tab. 4.13.

Tab. 4.13 Výpočet zmeny ČPK

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OBEŽNÉ AKTÍVA	319 747	298 708	302 262	315 713	335 666	362 956
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY	312 408	291 852	295 325	308 467	327 962	354 625
ČPK	7 339	6 856	6 938	7 246	7 704	8 331
$\Delta\check{CPK}$		-483	82	309	458	626

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.4.2 Náklady celkového kapitálu

Pri metóde *DCF Entity* pracujeme s voľnými peňažnými tokmi pre vlastníkov a veriteľov, teda musíme ich diskontovať nákladmi na celkový kapitál – WACC ( $R_A$ ). Tieto náklady sú stanovené podľa vzorca 2.48 a pre ich výpočet je nutné zistiť náklady na cudzí kapitál –  $R_D$  (podľa vzorca 2.38) a náklady na vlastný kapitál, ktoré sú stanovené pomocou stavebnicovej metódy a sú aplikované vzorce 2.40 – 2.48. Tab. 4.10 uvádza výpočet nákladov na vlastný kapitál. Tab. 4.14 obsahuje výpočet nákladov na celkový kapitál.

Tab. 4.14 Stanovenie nákladov celkového kapitálu

	2012	2013	2014	2015	2016
$R_E$	11,32%	9,52%	11,60%	11,19%	10,84%
$R_D$	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
$D$	66 814	51 814	36 814	21 814	6 814
$E$	287 819	318 432	351 106	386 547	424 764
<b>WACC = <math>R_A</math></b>	<b>9,95 %</b>	<b>8,76 %</b>	<b>10,88 %</b>	<b>10,81 %</b>	<b>10,73 %</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

Náklady na cudzí kapitál -  $R_D$  sú určené podľa vzorca 2.38 ako podiel úročených záväzkov a platených úrokov. Priemerné náklady na cudzí kapitál tvoria 5 %. Podľa vzorca 2.48 sú následne vyčíslené náklady na celkový kapitál  $R_A$ .

#### 4.4.3 Ocenenie metódou *DCF Entity*

Pri samotnom ocenení metódou *DCF Entity* diskontujeme voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov – *FCFF* nákladmi na celkový kapitál  $R_A$  a z týchto hodnôt určujeme hodnotu za

prvú fázu, pokračujúcu hodnotu a nakoniec hodnotu celkového kapitálu spoločnosti. Tab. 4.15 zobrazuje výpočet hodnoty celkového kapitálu podniku.

Tab. 4.15 Stanovenie hodnoty podniku podľa *DCF Entity*

	1. fáza				2.fáza
	2012	2013	2014	2015	2016
<i>FCFF</i>	25 808	41 521	42 501	44 272	46 039
$R_A$	9,95%	8,76%	10,88%	10,81%	10,73%
Diskontný faktor	0,9095	0,8454	0,7335	0,6633	0,6633
Diskontované <i>FCFF</i>	23 472	35 103	31 175	29 365	
Hodnota 1.fáze	119 116				
Pokračujúca hodnota	428 972				
Hodnota 2. Fáze	284 536				
Hodnota celkom	<b>403 652</b>				

Zdroj: vlastné spracovanie

Z výsledku je zrejmé, že hodnota firmy na báze aktív stanovená dvojfázovou výnosovou metódou je 403 652 tis. Kč, pričom hodnota prvej fáze je 119 116 tis. Kč a hodnota druhej fáze je 284 536 tis. Kč. Zároveň sa ukázalo, že pokračujúca hodnota udávajúca hodnotu firmy za druhú fázu k počiatku druhej fázy je 428 972 tis. Kč.

## 4.5 Ocenenie metódou *EVA Entity*

Pri ocenení spoločnosti pomocou ekonomickej pridanej hodnoty bola zvolená varianta entity, pomocou ktorej je stanovená hodnota investovaného kapitálu alebo hrubá hodnota podniku.

Postup výpočtu je nasledovný:

1. výpočet čistých operačných aktív,
2. výpočet čistého operačného výsledku hospodárenia *NOPAT*,
3. výpočet nákladov celkového kapitálu  $R_A$ ,
4. výpočet a diskontovanie *EVA*,
5. výpočet hodnoty podniku.

### 4.5.1 Stanovenie čistých operačných aktív

V tejto časti je potrebné vymedziť aktíva, ktoré súvisia výlučne s hlavnou prevádzkou podniku. Postupujeme tak, že od celkových aktív spoločnosti odčítame neoperačné aktíva.

V roku 2011 a 2012 sú na úrovni 36 000 tis. Kč a odpovedajú dlhodobému finančnému majetku, ktorý však nesúvisí s hlavnou činnosťou podniku. V roku 2013 došlo k prevodu dlhodobého hmotného majetku spoločnosti na nástupnícku spoločnosť Heller reality s.r.o. Hodnota aktív sa tak prakticky znížila o neprevádzkový majetok v hodnote 22 873 tis. Kč a teda v ďalších rokoch očistíme plánované aktíva aj o túto čiastku. Ďalšia úprava spočíva v odčítaní neúročených krátkodobých záväzkov, čím nahradíme obežné aktíva upraveným pracovným kapitálom. Poslednou úpravou je vylúčenie prebytočných peňažných prostriedkov, pretože do NOA sa započítava len hodnota prevádzkovo nutná. Posúdenie výšky peňažných prostriedkov sa prevádza na základe výpočtu ukazovateľa okamžitej likvidity, ktorý v plánovaných rokoch vďaka rastúcej položke peňažných prostriedkov, rastie. Táto hodnota sa zrovnáva so všeobecne odporúčanou hodnotou 0,2<sup>4</sup>. Nadbytočné peňažné prostriedky sú vypočítané v Tab. 4.16 .

Tab. 4.16 Výpočet nadbytočných peňažných prostriedkov

	2012	2013	2014	2015	2016
Peňažné prostriedky (PP)	26 796	51 219	77 229	105 617	136 381
Krátkodobé záväzky	291 852	295 325	308 467	327 962	354 625
Okamžitá likvidita	0,09	0,17	0,25	0,32	0,38
Prevádzkovo potrebná výška PP			61 693	65 592	70 925
Nadbytočná výška PP			15 536	40 025	65 456

Zdroj: finančný plán, vlastné spracovanie

Z Tab. 4.16 možno vyčítať, že podľa finančného plánu disponuje spoločnosť od roku 2014 prebytočnou výškou peňažných prostriedkov. Prevádzkovo potrebná výška je stanovená ako prevádzkovo potrebná likvidita (0,2) násobená krátkodobými záväzkami. O nadbytočnú časť sú potom upravené plánované aktíva.

Popísanými úpravami získame položku NOA, ktorá je ďalej pre potreby výpočtu ekonomickej pridanej hodnoty prepočítaná na jej priemernú hodnotu. Priemerné NOA vypočítame ako aritmetický priemer k 31.12. daného roku a k 31.12. predchádzajúceho roku. Tab. 4.17 uvádza prepočet NOA.

---

<sup>4</sup> Kislingerová, E.: *Manažerské finance*. 2. přeprac. Vyd. Praha : C.H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

Tab. 4.17 Prepočet *NOA* (v tis. Kč)

	2011	1.fáza				2.fáza
		2012	2013	2014	2015	2016
Aktíva	652 420	646 485	665 570	696 387	736 323	786 203
- neoperačné aktíva	36 000	36 000	58 873	58 873	58 873	58 873
- krátkodobé záväzky	312 408	291 852	295 325	308 467	327 962	354 625
- nadbytočná výška <i>PP</i>				15 536	40 025	65 456
<b>NOA</b>	<b>304 012</b>	<b>318 633</b>	<b>311 373</b>	<b>313 511</b>	<b>309 463</b>	<b>307 249</b>
<b>Priemerné NOA</b>		<b>311323</b>	<b>315003</b>	<b>312442</b>	<b>311487</b>	<b>308356</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.5.2 Výpočet operačného výsledku hospodárenia

Výpočet *NOPAT* je uvedený v Tab. 4.18. Postup pri prepočte začína tým, že prevezmeme prevádzkový výsledok hospodárenia z plánovaného výkazu zisku a straty. Vzhľadom ku skrátenej verzii výkazu zisku a straty nie je možné previesť príslušné opravy. Preto sa operačný výsledok hospodárenia pred zdanením (*NOPBT*) rovná vykázanému prevádzkovému výsledku hospodárenia. Operačný výsledok pred zdanením je ďalej znížený o daň, ktorá je na úrovni 19 % a dostávame hodnotu čistého operačného zisku – *NOPAT*.

Tab. 4.18 Prepočet *NOPAT* (v tis. Kč)

	1.fáza				2.fáza
	2012	2013	2014	2015	2016
Prevádzkový výsledok hospodárenia	39 910	40 384	42 179	44 845	47 522
Operačný zisk pred zdanením ( <i>NOPBT</i> )	39 910	40 384	42 179	44 845	47 522
- daň (19% z <i>NOPBT</i> )	7 583	7 673	8 014	8 521	9 029
<b>NOPAT</b>	<b>32 327</b>	<b>32 711</b>	<b>34 165</b>	<b>36 324</b>	<b>38 493</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.5.3 Výpočet ekonomickej pridanej hodnoty

Pre výpočet ekonomickej pridanej hodnoty bol aplikovaný vzorec 2.29. Pracuje sa s priemernou hodnotou čistých operačných aktív *NOA*, ktoré sú vyčíslené v Tab. 4.17, a s čistým operačným ziskom *NOPAT*, ktorý je vypočítaný v Tab. 4.18. Výpočet *EVA* vrátane vstupných údajov uvádza Tab. 4.19.

Tab. 4.19 EVA (v tis. Kč)

	1.fáza				2.fáza
	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT	32 327	32 711	34 165	36 324	38 493
Priemerné NOA	311 323	315 003	312 442	311 487	308 356
WACCC = $R_A$	9,95%	8,76%	10,88%	10,81%	10,73%
<b>EVA</b>		<b>5 446</b>	<b>-117</b>	<b>2 554</b>	<b>5 063</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

#### 4.5.4 Ocenenie podniku pomocou metódy *EVA Entity*

Pri použití tejto metódy bola rovnako využitá dvojfázová metóda, kedy prvá fáza trvala od roku 2012 do roku 2015, a druhá fáza trvala od roku 2016 do nekonečna. Pre prvú fázu je nutné vypočítať súčasnú hodnotu ročných *EVA* a keďže pracujeme s variantom entity, budeme diskontovať nákladmi celkového kapitálu  $R_A$ . Tab. 4.20 obsahuje výpočet diskontovaných *EVA*.

Tab. 4.20 Stanovenie súčasnej hodnoty EVA (v tis. Kč)

	1.fáza			2.fáza
	2013	2014	2015	2016
EVA	5 446	-117	2 554	5 063
WACC = $R_A$	8,76%	10,88%	10,81%	10,73%
Odúročiteľ	0,9195	0,8292	0,7483	
<b>Súčasná hodnota ročných EVA</b>	<b>5 007</b>	<b>-97</b>	<b>1 911</b>	

Zdroj: vlastné spracovanie

V nasledujúcej Tab. 4.21 je uvedený výpočet za druhú fázu, ktorý obsahuje výpočet pokračujúcej hodnoty a stanovenie brutto hodnoty podniku, t.j. precenenú hodnotu investovaného kapitálu.

Tab.4.21 Výpočet výslednej hodnoty entity

Pokračujúca hodnota	47 173
PV PH	35 302
PV 1. Fáze	6 821
MVA	42 123
NOA k 1.1.2012	304 012
<b>Hodnota podniku BRUTTO</b>	<b>346 135</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

Hodnota podniku je k 1.1. 2012 podľa metódy *EVA Entity* 346 135 tis. Kč. Hodnota v prvej fáze je 6 821 tis. Kč, druhá fáza má hodnotu 35 302 tis. Kč a pokračujúca hodnota je 47 173 tis. Kč.

#### 4.6 Ocenenie účtovnou metódou

Pomocou účtovnej metódy stanovíme hodnotu vlastného kapitálu, pričom vychádzame z účtovných údajov rozvahy. Hodnota vlastného kapitálu je vypočítaná ako rozdiel medzi účtovnou hodnotou aktív a účtovnou hodnotou záväzkov a dlhov. Tab. 4.22 uvádza tento výpočet.

Tab. 4.22 Stanovenie hodnoty vlastného kapitálu pomocou účtovnej metódy

účtovná hodnota aktív	652 420
účtovná hodnota záväzkov a dlhov	393 592
hodnota vlastného kapitálu	<b>258 828</b>

Zdroj: vlastné spracovanie

Podľa tejto metódy je hodnota vlastného kapitálu na úrovni 258 828 tis. Kč. Jedná sa síce o najjednoduchší výpočet, ale s najmenšou vypovedajúcou schopnosťou, pretože nezachycuje tržné ocenenie.



## 5 KOMPARÁCIA A ZHODNOTENIE DOSIAHNUTÝCH VÝSLEDKOV

Táto kapitola obsahuje vyhodnotenie dosiahnutých výsledkov. Pri samotnom oceňovaní je však dôležité určiť aj citlivostnú analýzu hodnoty podniku, ktorá sa mení so zmenou vstupných kľúčových parametrov. V prvej podkapitole tak bude prevedená jednofaktorová analýza citlivosti hodnoty podniku na hlavné vybrané faktory. V nasledujúcej kapitole sú zhodnotené výsledky ocenenia jednotlivými metódami a sú porovnané s hodnotami účtovných výkazov.

### 5.1 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti hodnoty spoločnosti vyjadruje, aká by bola hodnota firmy, ak by sa zmenili vstupné údaje o určité percento. Úlohou teda bolo stanoviť ako sa zmení hodnota aktív spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. ocenená pomocou dvojfázovej výnosovej metódy. Bola prevedená citlivostná analýza na vybrané faktory, ktorými sú tržby, náklady, odpisy, zmena čistého pracovného kapitálu, investičné výdaje, daňová sadzba a náklady celkového kapitálu. Hodnota firmy podľa *DCF Entity* k 1.1.2012 je 403 652 tis. Kč. V Tab. 5.1 sú uvedené citlivostné hodnoty podniku na jednotlivé faktory.

Tab. 5.1 Vplyv faktorov na prírastok hodnoty firmy

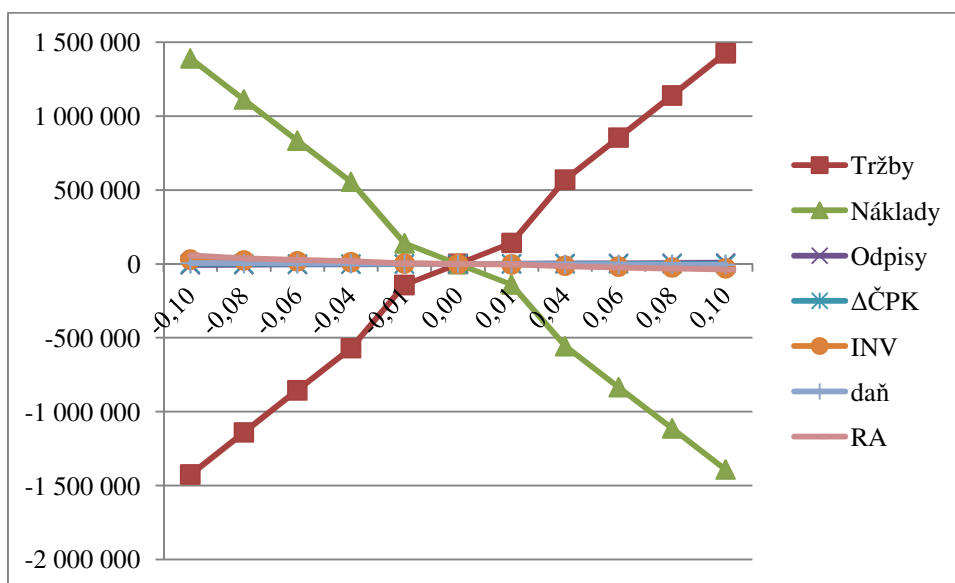
alfa	Tržby	Náklady	Odpisy	$\Delta\text{ČPK}$	INV	daň	$R_A$
-0,10	-1 424 639	1 390 163	-6 831	404	29 583	6 003	56 962
-0,08	-1 139 711	1 112 130	-5 465	323	23 667	4 802	36 896
-0,06	-854 783	834 098	-4 099	243	17 750	3 602	27 078
-0,04	-569 856	556 065	-2 733	162	11 833	2 401	17 672
-0,01	-142 464	139 016	-683	40	2 958	600	4 283
0,00	0	0	0	0	0	0	0
0,01	142 464	-139 016	683	-40	-2 958	-600	-3 914
0,04	569 856	-556 065	2 733	-162	-11 833	-2 401	-16 300
0,06	854 783	-834 098	4 099	-243	-17 750	-3 602	-23 984
0,08	1 139 711	-1 112 130	5 465	-323	-23 667	-4 802	-31 381
0,10	1 424 639	-1 390 163	6 831	-404	-29 583	-6 003	-38 506

Zdroj: vlastné spracovanie

Tab. 5.1 zobrazuje vplyv na zmenu hodnoty firmy, pokiaľ sa zmení jeden faktor o určité percento, jedná sa o jednofaktorovú analýzu. Môžeme pozorovať, že najväčší vplyv na hodnotu firmy má veľkosť tržieb a veľkosť nákladov. Keby sa teda hodnota tržieb zmenila

o jedno percento ( $\alpha = \pm 0,01$ ), tak sa hodnota podniku zmení o  $\pm 142\,464$  tis. Kč apod. Výsledky ukazujú, že tržby a odpisy majú pozitívny vplyv na rast hodnoty firmy, tzn. že ak by vzrástli tieto položky, vzrástla by aj hodnota firmy, a naopak pokles týchto položiek by spôsobil pokles hodnoty podniku. Ostatné faktory negatívne ovplyvňujú hodnotu podniku, z toho najviac náklady a potom náklady kapitálu. Názornejšie tento vplyv môžeme sledovať na Grafe 5.1.

Graf 5.1 Citlivosť hodnoty firmy na jednotlivé faktory



Zdroj: vlastné spracovanie

## 5.2 Zhodnotenie a komparácia výsledkov

V predchádzajúcich kapitolách boli použité vybrané metódy pre ocenenie celkového alebo vlastného kapitálu spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. Výsledné hodnoty ocenenia spoločnosti sú zhrnuté v Tab. 5.2.

Tab. 5.2 Zhrnutie výsledkov ocenenia

Použitá metóda ocenenia	Výsledná hodnota ocenenia (tis.Kč)	Účtovná hodnota (tis.Kč)
Metóda DCF Entity	403 652	652 420
Metóda DCF Equity	258 474	252 495
Metóda EVA Entity	346 135	652 420
Účtovná metóda	258 828	252 495

Výsledné ocenenie spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. bolo prevedené výnosovými metódami *DCF Entity*, *DCF Equity*, metódou *EVA Entity* a účtovnou metódou. Pre modely *DCF* a *EVA*

bola použitá dvojfázová metóda pozostávajúca z obdobia rokov 2012 – 2015, a obdobia od roku 2016.

Podľa výnosových metód, ktoré oceňujú súčasný výnosový potenciál a zároveň zachycujú rastové príležitosti v budúcnosti, bol celkový kapitál ocenený na 403 652 tis. Kč a vlastný kapitál na 258 474 tis. Kč. Podľa metódy *DCF* je tržná hodnota aktív podniku nižšia než účtovná, ktorá podľa rozvahy k 1.1.2012 oceňuje aktíva spoločnosti na 652 420 tis. Kč. Tržná hodnota vlastného kapitálu vypočítaná podľa metódy *DCF Equity* je zas oproti hodnote účtovne vykázanej podcenená.

Metóda *EVA Entity* ocenila celkový kapitál spoločnosti na 346 135 tis. Kč. Metóda na rozdiel od výnosových metód nepracuje s diskontovanými peňažnými tokmi, ktoré okrem iného vychádzajú z čistého zisku, ktorý bude podnik generovať, ale pracuje s kategóriou tzv. „ekonomického nadzisku“. Pri výpočte *EVA* sa vychádza z upraveného prevádzkového zisku na *NOPAT*, od ktorého sa odčítava súčin kapitálu a nákladov kapitálu, čiže pojem „nadzisk“ vyjadruje to, že podnik nemá vytvárať len zisk, ale zhodnotiť investovaný kapitál tak, aby prevýšil alternatívne náklady. Hodnota ekonomickej pridanej hodnoty nie je vysoká, v roku 2014 by dokonca mohla byť záporná. Preto hodnota *EVA*, ako vstupný parameter pri výpočte hodnoty podniku, je podstatne nižšia než voľné peňažné toky využité u výnosových metód.

Podľa účtovnej metódy je hodnota vlastného kapitálu 258 828 tis. Kč. Táto hodnota je určená ako rozdiel medzi aktívami podniku a hodnotou záväzkov a dlhov. Účtovne vykázaný vlastný kapitál má hodnotu 252 495 tis. Kč, rozdiel vznikol kvôli položke časového rozlíšenia.

Znepokojujúcim faktom je to, že tržná ocenenie podniku vykazuje hodnoty nižšie než je jeho účtovná hodnota. S týmto súvisí aj pokles ziskovosti, ktorý sledujeme v posledných rokoch. Celkové tržby síce rástli, ale to neplatilo u zisku. Dôvodom sú vysoké a stále rastúce náklady a v neposlednej rade aj časť nerentabilných prevádzok, ktorých umiestnenie nebolo zo strategického hľadiska dobrou voľbou. Situáciu spoločnosti sťažuje fakt, že obchodné marže sa kvôli vysokej konkurencii stále viac znižujú a nie je zaistený hlavný zdroj príjmu tak ako v minulosti. Odporúčením by bolo obrátiť pozornosť aj na iné formy získania prospechu. Napríklad viac rozvinúť systém financovania prostredníctvom leasingu a zvýšiť tak finančný výsledok hospodárenia, tak ako to využíva stávajúca konkurencia.

## 6 ZÁVER

Cieľom diplomovej práce bolo určiť tržnú hodnotu spoločnosti AUTO Heller, s.r.o. k 1.1.2012. K tomuto účelu boli využité výnosové metódy ocenenia, konkrétne *DCF Entity* a *DCF Equity* a metóda *EVA Entity* a účtovná metóda.

V úvodnej časti práce bola venovaná pozornosť teoretickému podkladu a východiskám pre ocenenie podniku. Boli vymedzené hladiny hodnoty podniku, teoreticky popísaný zber vstupných dát, strategická analýza, finančná analýza, SWOT analýza a zostavenie finančného plánu. Kapitola zameraná na popis metód oceňovania zoznamuje so základnými druhmi používaných metód a zároveň rieši problematiku stanovenia nákladov kapitálu a voľných peňažných tokov.

V nasledujúcej kapitole bola predstavená oceňovaná spoločnosť. V rámci strategickej analýzy boli identifikované faktory interného a externého prostredia, ktoré ovplyvňujú postavenie a stratégiu podniku v budúcnosti. Nasledovalo prevedenie finančnej analýzy, ktorá hodnotila finančné zdravie podniku. Z prevedených analýz možno vyvodiť konkrétne závery, a to že podnik je vcelku dobrej finančnej kondícii, znepokojivý je pokles ziskovosti, ktorý je okrem iného aj výsledkom nepriaznivej tržnej situácie v posledných krízových rokoch. Podľa prognóz však možno očakávať zlepšenie situácie, ktoré podniku ako stabilnej a zrelej spoločnosti zabezpečuje optimistické vyhliadky do budúcnosti.

Kľúčová kapitola obsahuje aplikáciu vybraných metód ocenenia. Tomuto predchádza tvorba finančného plánu nadväzujúca na čiastočné plány tržieb a ostatných generátorov hodnoty. Pri použití výnosových metód sa stretávame s niekoľkými základnými úlohami. Prvým je správne vymedzenie budúcich peňažných tokov, druhým je stanovenie nákladov kapitálu, ktorými sú peňažné toky diskontované. Pri metóde *EVA Entity* je nutné upraviť prevádzkový zisk a aktíva na čistý operačný zisk a čisté operačné aktíva. Následne je vypočítaná ekonomická pridaná hodnota a vyčíslená hodnota podniku.

Výsledná hodnota podniku sa podľa použitých metód líšila. Pomocou metódy *DCF Entity* boli aktíva firmy ocenené na 403 652 tis. Kč, pričom hodnota prvej fáze bola 119 116 tis. Kč a hodnota druhej fáze bola 284 536 tis. Kč a pokračujúca hodnota udávajúca hodnotu firmy za druhú fázu k počiatku druhej fázy bola 428 972 tis. Kč. Pomocou metódy *EVA Entity* sme došli k záveru, že hodnota podniku bola k 1.1. 2012 346 135 tis. Kč, pričom hodnota v prvej fáze bola 6 821 tis. Kč, v druhej fáze bola 35 302 tis. Kč a pokračujúca hodnota bola 47 173 tis. Kč. Vlastný kapitál spoločnosti bol podľa metódy *DCF Equity* ocenený na 258 474 tis. Kč, pričom prvá fáza mala hodnotu 65 236 tis. Kč, hodnota druhej fázy bola 193 237 tis. Kč a

pokračujúca hodnota udávajúca hodnotu firmy za druhú fázu k počiatku druhej fázy bola 295 360 tis. Kč. Hodnota vlastného kapitálu zistená pomocou účtovnej hodnoty bola 258 828 tis. Kč.

Na záver teda možno stanoviť hornú a dolnú hranicu, medzi ktorými sa predajná cena podniku má pohybovať. Hornú medzu predstavuje tržná hodnota celkového kapitálu podniku v čiastke 403 652 tis. Kč a dolnou hodnotou je 346 135 tis. Kč, ktorá bola vypočítaná pomocou metódy *EVA Entity*. Vlastný kapitál spoločnosti vyčíslený prostredníctvom metódy *DCF Equity* má hodnotu 258 474 tis. Kč a je tak oproti účtovnej hodnote podhodnotený.

## Zoznam použitej literatúry

### a) knihy

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování*. 3. upr. Vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

KOLLER, T.; GOEDHART, M. ; WESSELS, D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4<sup>th</sup> ed. Hoboken: Wiley, 2005. 742 s. ISBN 0-471-70221-8.

MAŘÍK, Miloš. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. Upr. a rozšíř. Vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 80-86929-31-3.

DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. 1. Vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 256 s. ISBN 80-7179-603-4.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ , Eva.: *Manažerské finance*. 2. přeprac. Vyd., Praha : C.H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

MAŘÍKOVÁ, Pavla.; MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

PAVLÍKOVÁ, Alena.; CHUDÝ, A. a kol. *Finanční řízení v praxi*. 1. vyd. Praha: Alena Pavlíková, 3x3, 467 s.

PORTER, Michael. 1994. *Konkurenční strategie*. 1. Vyd. Praha : Victoria Publishing, 1994. 403 s. ISBN 80-8560-511-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena. A BUCHTA, Karel. *Strategická analýza*. 2. Vyd. Praha : C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

VALACH, Josef. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-2.

ZMEŠKAL, Zdeněk.; DLUHOŠOVÁ, Dana.; TICHÝ, Tomáš. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

### b) internetové zdroje

MPO, *Analytické materiály a statistiky*. [online]. [cit. 2013-26-03]. Dostupné z < <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category236> >

MPO, *Analytické materiály a statistiky*. [online]. [cit. 2013-30-03]. Dostupné z <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>>

MF ČR, *Makroekonomické predikce*. [online]. [cit. 2013-26-03]. Dostupné z <<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>>

ČSÚ, *Obchod, pohostinství, ubytování – časové řady*. [online]. [cit. 2013-15-04]. Dostupné z <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/malavfucr\\_b](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/malavfucr_b)>

JUSTICE, *Výroční zprávy firmy RT Torax, s.r.o.*. [online]. [cit. 2011-24-05]. Dostupné z <<https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-dotaz?dotaz=rt+torax>>

Sdružení prodejců automobilů. *Statistiky*. [online]. [cit. 2013-26-05]. Dostupné z <<http://portal.sda-cia.cz/stat/>>

AUTO Heller, s.r.o. [online]. [cit. 2013-15-05]. Dostupné z <<http://www.autoheller.cz/>>

autoweek.cz. [online]. [cit. 2013-30-04]. Dostupné z <<http://www.autoweek.cz/cs-statistiky>>

ČNB, *ARAD – databáze časových řad*. [online]. [cit. 2011-28-05]. Dostupné z <[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=450&p\\_strid=EBA&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS)>

[finance.cz](http://www.finance.cz) [online]. [cit. 2013-30-04]. Dostupné z <<http://www.finance.cz/makrodata-eu/>>

### **c) zákonná úprava**

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku

## Zoznam skratiek

A	Aktíva
APM	Arbitrážný model oceňovania
BÚ	Bankové úvery
CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
CF	Cash flow
ČNB	Česká národná banka
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČR	Česká republika
D	Daňová sazba
DCF	Diskontované peňažné toky
DZ	Dlouhodobé závazky
EAR	Nerozdelený zisk
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk pred úroky a daňami
EBT	Zisk pred zdanením
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
FCF	Voľné peňažné toky
FCFD	Voľný peňažný tok pro veriteľov
FCFE	Voľný peňažný tok pre vlastníkov
FCFF	Voľný peňažný tok pre veriteľov a vlastníkov
HDP	Hrubý domácí produkt
INV	Investície
KS PP	Konečný stav peňažch prostriedkov
KZ	Krátkodobé závazky
MVA	Tržná pridaná hodnota
MF	Ministerstvo financí
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NOA	Čisté operačné aktíva
NOPAT	Zisk z operačnej činnosti po dani
OA	Obežné aktíva
OBL	Obligácie
ODP	Odpisy
P	Pasíva
PH	Pokračujúca hodnota
PN	Prevádzkové náklady
PP	Peňažné prostriedky
PS PP	Počiatočný stav peňažných prostriedkov
PZ	Podiel na zisku
PZM	Prevádzková zisková marža
R	Náklady kapitálu
R <sub>D</sub>	Náklady na cudzí kapitál
R <sub>E</sub>	Náklady na vlastný kapitál



RF	Rezervný fond
$R_F$	Bezriziková prirážka
$R_{finstab.}$	Riziková prirážka finančnej stability
$R_{LA}$	Riziková prirážka za veľkosť podniku
ROA	Rentabilita aktív
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROS	Rentabilita tržieb
$R_{podn.}$	Riziková prirážka za obchodné podnikateľské riziko
SA	Stále aktíva
SPL	Splátky
TR	Tržby
Ú	Platené úroky
UC	Užitie celkom
UHV	Upravený hospodársky výsledok
ÚV	Úver
ÚZ	Úplatné zdroje
V	Hodnota firmy
VHBOÚ	Výsledok hospodarenia bežného účtovného obdobia
VZZ	Výkaz zisku a straty
WACC	Priemerné náklady celkového kapitálu
$WACC_D$	Priemerné náklady celkového kapitálu zadlženej firmy
$WACC_u$	Priemerné náklady celkového kapitálu nezadlženej firmy
VW	Volkswagen
XL	Likvidita priemyslu
ZC	Zdroje celkom
ZK	Základný kapitál
atď.	a tak ďalej
apod.	a podobne
tzn.	to znamená

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на ве́доміі, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 15. 7. 2013

.....*Katarína Mayerová*.....  
Katarína Mayerová

## **Zoznam príloh**

Príloha č. 1: Rozvaha a výkaz zisku a straty spoločnosti AUTO Heller , s.r.o. v letech 2006 – 2011

Príloha č. 2: Horizontálna analýza rozvahy a výkazu zisku a straty v rokoch 2006 – 2011

Príloha č. 3: Vertikálna analýza rozvahy a výkazu zisku a straty v rokoch 2006 – 2011

Príloha č. 4: Pomerové ukazovatele

Príloha č. 5: Podiel predaja AUTO Heller podľa koncernových značiek v rokoch 2008 – 2012

Príloha č. 1: Rozvaha a výkaz zisku a straty spoločnosti AUTO Heller , s.r.o. v letech 2006 – 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>401 560</b>	<b>458 551</b>	<b>616 851</b>	<b>596 768</b>	<b>585 344</b>	<b>652 420</b>
Pohľadávky za upsaný základný kapitál	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>167 922</b>	<b>189 064</b>	<b>295 726</b>	<b>285 647</b>	<b>301 319</b>	<b>313 979</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>2 090</b>	<b>3 213</b>	<b>2 257</b>	<b>1 461</b>	<b>960</b>	<b>313</b>
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0
Software	338	382	2 257	1 121	656	313
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1 752	2 831	0	340	304	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>165 832</b>	<b>185 851</b>	<b>293 469</b>	<b>284 186</b>	<b>300 359</b>	<b>277 666</b>
Pozemky	19 786	27 182	28 832	28 842	31 305	31 305
Stavby	82 692	80 466	156 982	156 566	151 924	148 026
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	59 856	72 087	101 020	95 499	114 619	93 606
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 515	1 461	1 423	1 368	1 314	1 259
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 918	4 590	87	1 911	1 197	3 410
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	65	65	5 125	0	0	60
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36 000</b>
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	36 000
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>217 094</b>	<b>259 110</b>	<b>301 411</b>	<b>294 411</b>	<b>274 056</b>	<b>319 747</b>
<b>Zásoby</b>	<b>155 791</b>	<b>167 459</b>	<b>193 128</b>	<b>183 094</b>	<b>165 257</b>	<b>206 682</b>
Materiál	4	4	7	0	411	0
Nedokončená výroba a polotovary	4 780	3 760	3 877	1 544	3 024	1 835
Výrobky	0	0	0	0	0	0
Zvířata	0	0	0	0	0	0
Zboží	151 007	163 695	189 244	181 550	161 822	204 847
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>51 943</b>	<b>78 569</b>	<b>72 364</b>	<b>58 479</b>	<b>52 284</b>	<b>56 911</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	50 696	65 111	61 152	46 785	35 881	46 767
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	222	6 676	7 152	5 434	6 749	5 738
Krátkodobé poskytnuté zálohy	613	522	762	977	1 809	2 764
Dohadné účty aktivní	0	5 832	2 801	4 381	6 905	392
Jiné pohledávky	412	428	497	902	940	1 250
<b>Finanční majetek</b>	<b>9 360</b>	<b>13 082</b>	<b>35 919</b>	<b>52 838</b>	<b>56 515</b>	<b>56 154</b>
Peníze	694	442	344	335	631	1 060
Účty v bankách	8 666	12 640	35 575	52 503	55 884	55 094
Krátkodobý cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>16 544</b>	<b>10 377</b>	<b>19 714</b>	<b>16 710</b>	<b>9 969</b>	<b>18 694</b>
Náklady příštích období	8 908	6 695	4 859	1 493	2 694	2 161
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	7 636	3 682	14 855	15 217	7 275	16 533
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>401 560</b>	<b>458 551</b>	<b>616 851</b>	<b>596 768</b>	<b>585 344</b>	<b>652 420</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>117 666</b>	<b>137 928</b>	<b>180 667</b>	<b>205 359</b>	<b>233 503</b>	<b>252 495</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>
Základní kapitál	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7 672</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>
Emisní ážio	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	7 672	7 991	7 991	7 991
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Statutární a ostatní fondy	500	500	500	500	500	500
<b>Výsledek hospodářství minulých let</b>	<b>71 692</b>	<b>92 166</b>	<b>118 428</b>	<b>149 295</b>	<b>172 568</b>	<b>198 012</b>
Nerozdělený zisk minulých let	71 692	92 166	118 428	149 295	172 568	198 012

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	23 474	23 262	32 067	25 573	30 444	23 992
<b>Cizí zdroje</b>	<b>281 627</b>	<b>315 721</b>	<b>434 139</b>	<b>390 482</b>	<b>347 956</b>	<b>398 589</b>
<b>Rezervy</b>	<b>1 566</b>	<b>7 192</b>	<b>8 308</b>	<b>7 069</b>	<b>5 356</b>	<b>4 997</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	1 566	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	6 384	7 755	5 306	4 601	4 948
Ostatní rezervy	0	808	553	1 763	755	49
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>28 423</b>	<b>29 510</b>	<b>25 840</b>	<b>20 187</b>	<b>18 437</b>	<b>12 869</b>
Závazky z obchodních vztahů	0	112	0	0	0	0
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	237	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	22 946	23 984	19 457	13 144	8 419	3 057
Odložený daňový závazek	5 240	5 414	6 383	7 043	10 018	9 812
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>231 752</b>	<b>272 019</b>	<b>323 446</b>	<b>299 541</b>	<b>275 538</b>	<b>312 408</b>
Závazky z obchodních vztahů	192 350	205 405	257 919	242 390	222 428	256 878
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	1 025	1 025	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	198	182	244	252	218	254
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 986	2 142	2 497	2 783	2 773	2 709
Stát - daňové závazky a dotace	3 962	4 718	3 959	7 328	3 837	3 115
Krátkodobé přijaté zálohy	10 128	10 399	10 103	15 246	18 778	12 571
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	927	679	11 624	791	874	1 246
Jiné závazky	21 176	47 469	37 100	30 751	26 630	35 635
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>19 886</b>	<b>7 000</b>	<b>76 545</b>	<b>63 685</b>	<b>48 625</b>	<b>68 315</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	10 200	7 000	76 545	63 685	48 625	68 315
Bankovní úvěry krátkodobé	9 686	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 267</b>	<b>4 902</b>	<b>2 045</b>	<b>927</b>	<b>3 885</b>	<b>1 336</b>
Výdaje příštích období	2 255	4 902	2 045	927	3 510	960
Výnosy příštích období	12	0	0	0	375	376

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej zboží	1 230 380	1 296 020	1 324 959	1 311 885	1 322 830	1 413 269
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 207 515	1 271 111	1 285 562	1 272 015	1 286 163	1 379 188
<b>Obchodní marže</b>	<b>22 865</b>	<b>24 909</b>	<b>39 397</b>	<b>39 870</b>	<b>36 667</b>	<b>34 081</b>
<b>Výkony</b>	<b>217 469</b>	<b>228 348</b>	<b>256 964</b>	<b>274 231</b>	<b>286 661</b>	<b>279 613</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	217 052	228 827	256 262	275 979	283 890	280 167
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-481	-1 019	116	-2 332	1 480	-1 189
Aktivace	898	540	586	584	1 291	635
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>165 330</b>	<b>170 626</b>	<b>185 242</b>	<b>196 013</b>	<b>201 281</b>	<b>207 870</b>
Spotřeba materiálu a energie	117 078	115 581	126 387	136 747	143 209	143 269
Služby	48 252	55 045	58 855	59 266	58 072	64 601
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>75 004</b>	<b>82 631</b>	<b>111 119</b>	<b>118 088</b>	<b>122 047</b>	<b>105 824</b>
<b>Osobní náklady</b>	<b>79 887</b>	<b>86 472</b>	<b>99 964</b>	<b>103 823</b>	<b>107 674</b>	<b>108 149</b>
Mzdové náklady	57 797	62 871	72 533	76 330	79 323	78 187
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	21 043	22 086	25 826	26 109	26 604	28 125
Sociální náklady	1 047	1 515	1 605	1 384	1 747	1 837
Daně a poplatky	1 800	718	1 683	867	2 672	1 016
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	19 999	24 032	31 771	40 142	41 255	42 369
<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>51 974</b>	<b>43 072</b>	<b>34 272</b>	<b>37 632</b>	<b>55 950</b>	<b>72 371</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	51 907	43 032	34 222	37 523	55 888	71 325
Tržby z prodeje materiálu	67	40	50	109	62	1 046
<b>Zůstatková cena prodaného DM a mat.</b>	<b>47 618</b>	<b>37 290</b>	<b>26 194</b>	<b>31 642</b>	<b>49 327</b>	<b>62 159</b>
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	47 618	37 290	26 194	31 642	49 327	62 159
Prodaný materiál	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a kompl. Nákl. příštích obd.	939	146	-25	1 399	-396	-875
Ostatní provozní výnosy	72 906	62 681	72 763	68 485	73 829	76 499
Ostatní provozní náklady	13 914	5 606	9 627	7 422	8 332	7 419
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>35 727</b>	<b>34 120</b>	<b>48 940</b>	<b>38 910</b>	<b>42 962</b>	<b>34 457</b>
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	13	12	9	34	60	51
Nákladové úroky	1 705	2 697	5 382	3 996	2 208	2 119
Ostatní finanční výnosy	188	310	762	1 155	301	392
Ostatní finanční náklady	1 844	1 877	2 674	3 559	2 832	2 642
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3 348</b>	<b>-4 252</b>	<b>-7 285</b>	<b>-6 366</b>	<b>-4 679</b>	<b>-4 318</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>8 870</b>	<b>6 606</b>	<b>9 450</b>	<b>6 237</b>	<b>7 741</b>	<b>6 147</b>
-splatná	7 466	6 432	8 481	5 577	4 767	6 353
-odložená	1 404	174	969	660	2 974	-206
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>23 509</b>	<b>23 262</b>	<b>32 205</b>	<b>26 307</b>	<b>30 542</b>	<b>23 992</b>
Mimořádné výnosy	0	3	0	0	0	0
Mimořádné náklady	35	3	138	734	98	0
<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
-splatná	0	0	0	0	0	0
-odložená	0	0	0	0	0	0
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-35</b>	<b>0</b>	<b>-138</b>	<b>-734</b>	<b>-98</b>	<b>0</b>
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0	0
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>23 474</b>	<b>23 262</b>	<b>32 067</b>	<b>25 573</b>	<b>30 444</b>	<b>23 992</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>32 344</b>	<b>29 868</b>	<b>41 517</b>	<b>31 810</b>	<b>38 185</b>	<b>30 139</b>



Príloha č. 2: Horizontálna analýza rozvahy a výkazu zisku a straty v rokoch 2006 – 2011

	2006 - 2007				2007 - 2008				2008 - 2009				2009 - 2010				2010 - 2011			
	2006	2007	%Δ	2007	2008	%Δ	2008	2009	%Δ	2009	2010	%Δ	2010	2011	%Δ	2011	2010	%Δ	2011	%Δ
<b>AKTIVA CELKOM</b>	401 560	458 551	14,19%	458 551	616 851	34,52%	616 851	596 768	-3,26%	596 768	585 344	-1,91%	585 344	652 420	11,46%	652 420	585 344	11,46%	652 420	11,46%
<b>Dlhodobý majetek</b>	167 922	189 064	12,59%	189 064	295 726	56,42%	295 726	285 647	-3,41%	285 647	301 319	5,49%	301 319	313 979	4,20%	313 979	301 319	4,20%	313 979	4,20%
<b>Dlhodobý nehmotný majetek</b>	2 090	3 213	53,73%	3 213	2 257	-29,75%	2 257	1 461	-35,27%	1 461	960	-34,29%	960	313	-67,40%	313	960	-67,40%	313	-67,40%
<b>Dlhodobý hmotný majetek</b>	165 832	185 851	12,07%	185 851	293 469	57,91%	293 469	284 186	-3,16%	284 186	300 359	5,69%	300 359	277 666	-7,56%	277 666	300 359	-7,56%	277 666	-7,56%
Pozemky	19 786	27 182	37,38%	27 182	28 832	6,07%	28 832	28 842	0,03%	28 842	31 305	8,54%	31 305	31 305	0,00%	31 305	31 305	0,00%	31 305	0,00%
Stavby	82 692	80 466	-2,69%	80 466	156 982	95,09%	156 982	156 566	-0,26%	156 566	151 924	-2,96%	151 924	148 026	-2,57%	148 026	151 924	-2,57%	148 026	-2,57%
Samostatné movité věci a soub. mov. věci	59 856	72 087	20,43%	72 087	101 020	40,14%	101 020	95 499	-5,47%	95 499	114 619	20,02%	114 619	93 606	-18,33%	93 606	114 619	-18,33%	93 606	-18,33%
Jiný dlhodobý hmotný majetek	1 515	1 461	-3,56%	1 461	1 423	-2,60%	1 423	1 368	-3,87%	1 368	1 314	-3,95%	1 314	1 259	-4,19%	1 259	1 314	-4,19%	1 259	-4,19%
Nedokončený DHM	1 918	4 590	139,31%	4 590	87	-98,10%	87	1 911	2096,55%	1 911	1 197	-37,36%	1 197	3 410	184,88%	3 410	1 197	184,88%	3 410	184,88%
Poskytnuté zálohy na DHM	65	65	0,00%	65	5 125	7784,62%	5 125	0	-100,00%	0	0	x	0	60	x	60	0	x	60	x
<b>Dlhodobý finanční majetek</b>	0	0	0,00%	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
<b>Oběžná aktiva</b>	217 094	259 110	19,35%	259 110	301 411	16,33%	301 411	294 411	-2,32%	294 411	274 056	-6,91%	274 056	319 747	16,67%	319 747	274 056	16,67%	319 747	16,67%
<b>Zásoby</b>	155 791	167 459	7,49%	167 459	193 128	15,33%	193 128	183 094	-5,20%	183 094	165 257	-9,74%	165 257	206 682	25,07%	206 682	165 257	25,07%	206 682	25,07%
Materiál	4	4	0,00%	4	7	75,00%	7	0	-100,00%	0	411	x	411	0	-100,00%	0	411	-100,00%	0	-100,00%
Nedokončená výroba a polotovary	4 780	3 760	-21,34%	3 760	3 877	3,11%	3 877	1 544	-60,18%	1 544	3 024	95,85%	3 024	1 835	-39,32%	1 835	3 024	-39,32%	1 835	-39,32%
Výrobky	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
Zvážata	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
Zboží	151 007	163 695	8,40%	163 695	189 244	15,61%	189 244	181 550	-4,07%	181 550	161 822	-10,87%	161 822	204 847	26,59%	204 847	161 822	26,59%	204 847	26,59%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
<b>Dlhodobé pohledávky</b>	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	51 943	78 569	51,26%	78 569	72 364	-7,90%	72 364	58 479	-19,19%	58 479	52 284	-10,59%	52 284	56 911	8,85%	56 911	52 284	8,85%	56 911	8,85%
Pohledávky z obchodních vztahů	50 696	65 111	28,43%	65 111	61 152	-6,08%	61 152	46 785	-23,49%	46 785	35 881	-23,31%	35 881	46 767	30,34%	46 767	35 881	30,34%	46 767	30,34%
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
Stát - daňové pohledávky	222	6 676	2907,21%	6 676	7 152	7,13%	7 152	5 434	-24,02%	5 434	6 749	24,20%	6 749	5 738	-14,98%	5 738	6 749	-14,98%	5 738	-14,98%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	613	522	-14,85%	522	762	45,98%	762	977	28,22%	977	1 809	85,16%	1 809	2 764	52,79%	2 764	1 809	52,79%	2 764	52,79%
Dohadné účty aktivní	0	5 832	x	5 832	2 801	-51,97%	2 801	4 381	56,41%	4 381	6 905	57,61%	6 905	392	-94,32%	392	6 905	-94,32%	392	-94,32%
Jiné pohledávky	412	428	3,88%	428	497	16,12%	497	902	81,49%	902	940	4,21%	940	1 250	32,98%	1 250	940	32,98%	1 250	32,98%
<b>Finanční majetek</b>	9 360	13 082	39,76%	13 082	35 919	174,57%	35 919	52 838	47,10%	52 838	56 515	6,96%	56 515	56 154	-0,64%	56 154	56 515	-0,64%	56 154	-0,64%
Peníze	694	442	-36,31%	442	344	-22,17%	344	335	-2,62%	335	631	88,36%	631	1 060	67,99%	1 060	631	67,99%	1 060	67,99%
Účty v bankách	8 666	12 640	45,86%	12 640	35 575	181,45%	35 575	52 503	47,58%	52 503	55 884	6,44%	55 884	55 094	-1,41%	55 094	55 884	-1,41%	55 094	-1,41%

	2006 -	2007		2007 -	2008		2008 -	2009		2009 -	2010		2010 -	2011
Krátkodobý cenné papíry a podíly	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
<b>Časové rozlišení</b>	16 544	10 377	-37,28%	10 377	19 714	89,98%	19 714	16 710	-15,24%	16 710	9 969	-40,34%	9 969	18 694
Náklady příštích období	8 908	6 695	-24,84%	6 695	4 859	-27,42%	4 859	1 493	-69,27%	1 493	2 694	80,44%	2 694	2 161
Komplexní náklady příštích období	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	x
Příjmy příštích období	7 636	3 682	-51,78%	3 682	14 855	303,45%	14 855	15 217	2,44%	15 217	7 275	-52,19%	7 275	16 533

	2006 - 2007			2007 - 2008			2008 - 2009			2009 - 2010			2010 - 2011		
	2006	2007	%Δ	2007	2008	%Δ	2008	2009	%Δ	2009	2010	%Δ	2010	2011	%Δ
<b>PASIVA CELKEM</b>	401 560	458 551	14,19%	458 551	616 851	34,52%	616 851	596 768	-3,26%	596 768	585 344	-1,91%	585 344	652 420	11,46%
Vlastní kapitál	117 666	137 928	17,22%	137 928	180 667	30,99%	180 667	205 359	13,67%	205 359	233 503	13,70%	233 503	252 495	8,13%
Základní kapitál	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%
Základní kapitál	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%	20 000	20 000	0,00%
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku</b>	2 500	2 500	0,00%	2 500	2 500	0,00%	2 500	2 500	0,00%	2 500	2 500	0,00%	2 500	2 500	0,00%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	2 000	2 000	0,00%	2 000	2 000	0,00%	2 000	2 000	0,00%	2 000	2 000	0,00%	2 000	2 000	0,00%
Statutární a ostatní fondy	500	500	0,00%	500	500	0,00%	500	500	0,00%	500	500	0,00%	500	500	0,00%
<b>Výsledek hospodářství minulých let</b>	71 692	92 166	28,56%	92 166	118 428	28,49%	118 428	149 295	26,06%	149 295	172 568	15,59%	172 568	198 012	14,74%
Nerozdělený zisk minulých let	71 692	92 166	28,56%	92 166	118 428	28,49%	118 428	149 295	26,06%	149 295	172 568	15,59%	172 568	198 012	14,74%
<b>Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)</b>	23 474	23 262	-0,90%	23 262	32 067	37,85%	32 067	25 573	-20,25%	25 573	30 444	19,05%	30 444	23 992	-21,19%
<b>Cizí zdroje</b>	281 627	315 721	12,11%	315 721	434 139	37,51%	434 139	390 482	-10,06%	390 482	347 956	-10,89%	347 956	398 589	14,55%
<b>Rezervy</b>	1 566	7 192	359,26%	7 192	8 308	15,52%	8 308	7 069	-14,91%	7 069	5 356	-24,23%	5 356	4 997	-6,70%
Rezerva na daň z příjmů	0	6 384	x	6 384	7 755	21,48%	7 755	5 306	-31,58%	5 306	4 601	-13,29%	4 601	4 948	7,54%
Ostatní rezervy	0	808	x	808	553	-31,56%	553	1 763	218,81%	1 763	755	-57,18%	755	49	-93,51%
<b>Dlouhodobé závazky</b>	28 423	29 510	3,82%	29 510	25 840	-12,44%	25 840	20 187	-21,88%	20 187	18 437	-8,67%	18 437	12 869	-30,20%
<b>Krátkodobé závazky</b>	231 752	272 019	17,38%	272 019	323 446	18,91%	323 446	299 541	-7,39%	299 541	275 538	-8,01%	275 538	312 408	13,38%
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	19 886	7 000	-64,80%	7 000	76 545	993,50%	76 545	63 685	-16,80%	63 685	48 625	-23,65%	48 625	68 315	40,49%
Bankovní úvěry dlouhodobé	10 200	7 000	-31,37%	7 000	76 545	993,50%	76 545	63 685	-16,80%	63 685	48 625	-23,65%	48 625	68 315	40,49%
Bankovní úvěry krátkodobé	9 686	0	-100,00%	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x	0	0	x
<b>Časové rozlišení</b>	2 267	4 902	116,23%	4 902	2 045	-58,28%	2 045	927	-54,67%	927	3 885	319,09%	3 885	1 336	-65,61%
Výdaje příštích období	2 255	4 902	117,38%	4 902	2 045	-58,28%	2 045	927	-54,67%	927	3 510	278,64%	3 510	960	-72,65%

	2006 - 2007			2007 - 2008			2008 - 2009			2009 - 2010			2010 - 2011		
	2006	2007	%Δ	2008	%Δ	2009	%Δ	2010	%Δ	2011	%Δ	2011	%Δ	2011	%Δ
Tržby za prodej zboží	1 230 380	1 296 020	5,33%	1 324 959	2,23%	1 311 885	-0,99%	1 322 830	0,83%	1 413 269	6,84%	1 413 269	0,83%	1 413 269	6,84%
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 207 515	1 271 111	5,27%	1 285 562	1,14%	1 272 015	-1,05%	1 286 163	1,11%	1 379 188	7,23%	1 379 188	1,11%	1 379 188	7,23%
<b>Obchodní marže</b>	22 865	24 909	8,94%	39 397	58,16%	39 870	1,20%	36 667	-8,03%	34 081	-7,05%	34 081	-8,03%	34 081	-7,05%
<b>Výkony</b>	217 469	228 348	5,00%	256 964	12,53%	274 231	6,72%	286 661	4,53%	279 613	-2,46%	279 613	4,53%	279 613	-2,46%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	217 052	228 827	5,42%	256 262	11,99%	275 979	7,69%	283 890	2,87%	280 167	-1,31%	280 167	2,87%	280 167	-1,31%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-481	-1 019	111,85%	116	-111,38%	-2 332	-2110,34%	1 480	-163,46%	-1 189	-180,34%	-1 189	-163,46%	-1 189	-180,34%
Aktivace	898	540	-39,87%	586	8,52%	584	-0,34%	1 291	121,06%	635	-50,81%	635	121,06%	635	-50,81%
<b>Výkonová spotřeba</b>	165 330	170 626	3,20%	185 242	8,57%	196 013	5,81%	201 281	2,69%	207 870	3,27%	207 870	2,69%	207 870	3,27%
Spotřeba materiálu a energie	117 078	115 581	-1,28%	126 387	9,35%	136 747	8,20%	143 209	4,73%	143 269	0,04%	143 269	4,73%	143 269	0,04%
Služby	48 252	55 045	14,08%	58 855	6,92%	59 266	0,70%	58 072	-2,01%	64 601	11,24%	64 601	-2,01%	64 601	11,24%
<b>Přidaná hodnota</b>	75 004	82 631	10,17%	111 119	34,48%	118 088	6,27%	122 047	3,35%	105 824	-13,29%	105 824	3,35%	105 824	-13,29%
Ostatní provozní výnosy	72 906	62 681	-14,02%	72 763	16,08%	68 485	-5,88%	73 829	7,80%	76 499	3,62%	76 499	7,80%	76 499	3,62%
Ostatní provozní náklady	13 914	5 606	-59,71%	9 627	71,73%	7 422	-22,90%	8 332	12,26%	7 419	-10,96%	7 419	12,26%	7 419	-10,96%
<b>Tržby z prodeje DM a mat.</b>	51 974	43 072	-17,13%	34 272	-20,43%	37 632	9,80%	55 950	48,68%	72 371	29,35%	72 371	48,68%	72 371	29,35%
<b>Zůstatková cena prodaného DM a mat.</b>	47 618	37 290	-21,69%	26 194	-29,76%	31 642	20,80%	49 327	55,89%	62 159	26,01%	62 159	55,89%	62 159	26,01%
Ostatní provozní výnosy	72 906	62 681	-14,02%	72 763	16,08%	68 485	-5,88%	73 829	7,80%	76 499	3,62%	76 499	7,80%	76 499	3,62%
Ostatní provozní náklady	13 914	5 606	-59,71%	9 627	71,73%	7 422	-22,90%	8 332	12,26%	7 419	-10,96%	7 419	12,26%	7 419	-10,96%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	35 727	34 120	-4,50%	48 940	43,43%	38 910	-20,49%	42 962	10,41%	34 457	-19,80%	34 457	10,41%	34 457	-19,80%
Výnosové úroky	13	12	-7,69%	9	-25,00%	34	277,78%	60	76,47%	51	-15,00%	51	76,47%	51	-15,00%
Nákladové úroky	1 705	2 697	58,18%	5 382	99,56%	3 996	-25,75%	2 208	-44,74%	2 119	-4,03%	2 119	-44,74%	2 119	-4,03%
Ostatní finanční výnosy	188	310	64,89%	762	145,81%	1 155	51,57%	301	-73,94%	392	30,23%	392	-73,94%	392	30,23%
Ostatní finanční náklady	1 844	1 877	1,79%	2 674	42,46%	3 559	33,10%	2 832	-20,43%	2 642	-6,71%	2 642	-20,43%	2 642	-6,71%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	-3 348	-4 252	27,00%	-7 285	71,33%	-6 366	-12,61%	-4 679	-26,50%	-4 318	-7,72%	-4 318	-26,50%	-4 318	-7,72%
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	8 870	6 606	-25,52%	9 450	43,05%	6 237	-34,00%	7 741	24,11%	6 147	-20,59%	6 147	24,11%	6 147	-20,59%
-splatná	7 466	6 432	-13,85%	8 481	31,86%	5 577	-34,24%	4 767	-14,52%	6 353	33,27%	6 353	-14,52%	6 353	33,27%
-odložená	1 404	174	-87,61%	969	456,90%	660	-31,89%	2 974	350,61%	-206	-106,93%	-206	350,61%	-206	-106,93%
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	23 509	23 262	-1,05%	32 205	38,44%	26 307	-18,31%	30 542	16,10%	23 992	-21,45%	23 992	16,10%	23 992	-21,45%
Mimořádné výnosy	0	3	x	0	-100,00%	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x
Mimořádné náklady	35	3	-91,43%	138	4500,00%	734	431,88%	98	-86,65%	0	-100,00%	0	-86,65%	0	-100,00%
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	-35	0	-100,00%	-138	X	-734	431,88%	-98	-86,65%	0	-100,00%	0	-86,65%	0	-100,00%
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	23 474	23 262	-0,90%	32 067	37,85%	25 573	-20,25%	30 444	19,05%	23 992	-21,19%	23 992	19,05%	23 992	-21,19%
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	32 344	29 868	-7,66%	41 517	39,00%	31 810	-23,38%	38 185	20,04%	30 139	-21,07%	30 139	20,04%	30 139	-21,07%



Stát - daňové pohledávky	222	0,06%	6 676	1,46%	7 152	1,16%	5 434	0,91%	6 749	1,15%	5 738	0,88%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	613	0,15%	522	0,11%	762	0,12%	977	0,16%	1 809	0,31%	2 764	0,42%
Dohadné účty aktivní	0	0,00%	5 832	1,27%	2 801	0,45%	4 381	0,73%	6 905	1,18%	392	0,06%
Jiné pohledávky	412	0,10%	428	0,09%	497	0,08%	902	0,15%	940	0,16%	1 250	0,19%
<b>Finanční majetek</b>	9 360	2,33%	13 082	2,85%	35 919	5,82%	52 838	8,85%	56 515	9,66%	56 154	8,61%
Peníze	694	0,17%	442	0,10%	344	0,06%	335	0,06%	631	0,11%	1 060	0,16%
Účty v bankách	8 666	2,16%	12 640	2,76%	35 575	5,77%	52 503	8,80%	55 884	9,55%	55 094	8,44%
Krátkodobý cenné papíry a podíly	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Časové rozlišení</b>	16 544	4,12%	10 377	2,26%	19 714	3,20%	16 710	2,80%	9 969	1,70%	18 694	2,87%
Náklady příštích období	8 908	2,22%	6 695	1,46%	4 859	0,79%	1 493	0,25%	2 694	0,46%	2 161	0,33%
Komplexní náklady příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Příjmy příštích období	7 636	1,90%	3 682	0,80%	14 855	2,41%	15 217	2,55%	7 275	1,24%	16 533	2,53%

	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena
<b>PASIVA CELKEM</b>	401 560		458 551		616 851		596 768		585 344		652 420	
<b>Vlastní kapitál</b>	117 666	29,30%	137 928	30,08%	180 667	29,29%	205 359	34,41%	233 503	39,89%	252 495	38,70%
<b>Základní kapitál</b>	20 000	4,98%	20 000	4,36%	20 000	3,24%	20 000	3,35%	20 000	3,42%	20 000	3,07%
Základní kapitál	20 000	4,98%	20 000	4,36%	20 000	3,24%	20 000	3,35%	20 000	3,42%	20 000	3,07%
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. Fondy</b>	2 500	0,62%	2 500	0,55%	2 500	0,41%	2 500	0,42%	2 500	0,43%	2 500	0,38%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	2 000	0,50%	2 000	0,44%	2 000	0,32%	2 000	0,34%	2 000	0,34%	2 000	0,31%
Statutární a ostatní fondy	500	0,12%	500	0,11%	500	0,08%	500	0,08%	500	0,09%	500	0,08%
<b>Výsledek hospodářství minulých let</b>	71 692	17,85%	92 166	20,10%	118 428	19,20%	149 295	25,02%	172 568	29,48%	198 012	30,35%
Nerozdělený zisk minulých let	71 692	17,85%	92 166	20,10%	118 428	19,20%	149 295	25,02%	172 568	29,48%	198 012	30,35%
<b>Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)</b>	23 474	5,85%	23 262	5,07%	32 067	5,20%	25 573	4,29%	30 444	5,20%	23 992	3,68%
<b>Cizí zdroje</b>	281 627	70,13%	315 721	68,85%	434 139	70,38%	390 482	65,43%	347 956	59,44%	398 589	61,09%
<b>Rezervy</b>	1 566	0,39%	7 192	1,57%	8 308	1,35%	7 069	1,18%	5 356	0,92%	4 997	0,77%
Rezerva na daň z příjmů	0	0,00%	6 384	1,39%	7 755	1,26%	5 306	0,89%	4 601	0,79%	4 948	0,76%
Ostatní rezervy	0	0,00%	808	0,18%	553	0,09%	1 763	0,30%	755	0,13%	49	0,01%
<b>Dlouhodobé závazky</b>	28 423	7,08%	29 510	6,44%	25 840	4,19%	20 187	3,38%	18 437	3,15%	12 869	1,97%
<b>Krátkodobé závazky</b>	231 752	57,71%	272 019	59,32%	323 446	52,44%	299 541	50,19%	275 538	47,07%	312 408	47,88%
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	19 886	4,95%	7 000	1,53%	76 545	12,41%	63 685	10,67%	48 625	8,31%	68 315	10,47%
Bankovní úvěry dlouhodobé	10 200	2,54%	7 000	1,53%	76 545	12,41%	63 685	10,67%	48 625	8,31%	68 315	10,47%
Bankovní úvěry krátkodobé	9 686	2,41%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Časové rozlišení</b>	2 267	0,56%	4 902	1,07%	2 045	0,33%	927	0,16%	3 885	0,66%	1 336	0,20%
Výdaje příštích období	2 255	0,56%	4 902	1,07%	2 045	0,33%	927	0,16%	3 510	0,60%	960	0,15%
Výnosy příštích období	12	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	375	0,06%	376	0,06%

	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena	abs. ukazatel	relativna zmena
Tržby netto	1 499 823		1 567 440		1 616 195		1 623 748		1 665 441		1 765 253	
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 207 515	80,51%	1 271 111	81,09%	1 285 562	79,54%	1 272 015	78,34%	1 286 163	77,23%	1 379 188	78,13%
Osobní náklady	79 887	5,33%	86 472	5,52%	99 964	6,19%	103 823	6,39%	107 674	6,47%	108 149	6,13%
Ostatní provozní výnosy	72 906	4,86%	62 681	4,00%	72 763	4,50%	68 485	4,22%	73 829	4,43%	76 499	4,33%
Ostatní provozní náklady	13 914	0,93%	5 606	0,36%	9 627	0,60%	7 422	0,46%	8 332	0,50%	7 419	0,42%
Provozní výsledek hospodaření	35 727	2,38%	34 120	2,18%	48 940	3,03%	38 910	2,40%	42 962	2,58%	34 457	1,95%
Výnosové úroky	13	0,00%	12	0,00%	9	0,00%	34	0,00%	60	0,00%	51	0,00%
Nákladové úroky	1 705	0,11%	2 697	0,17%	5 382	0,33%	3 996	0,25%	2 208	0,13%	2 119	0,12%
Ostatní finanční výnosy	188	0,01%	310	0,02%	762	0,05%	1 155	0,07%	301	0,02%	392	0,02%
Ostatní finanční náklady	1 844	0,12%	1 877	0,12%	2 674	0,17%	3 559	0,22%	2 832	0,17%	2 642	0,15%
Finanční výsledek hospodaření	-3 348	-0,22%	-4 252	-0,27%	-7 285	-0,45%	-6 366	-0,39%	-4 679	-0,28%	-4 318	-0,24%
Daň z příjmů za běžnou činnost	8 870	0,59%	6 606	0,42%	9 450	0,58%	6 237	0,38%	7 741	0,46%	6 147	0,35%
-splatná	7 466	0,50%	6 432	0,41%	8 481	0,52%	5 577	0,34%	4 767	0,29%	6 353	0,36%
-odložená	1 404	0,09%	174	0,01%	969	0,06%	660	0,04%	2 974	0,18%	-206	-0,01%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	23 509	1,57%	23 262	1,48%	32 205	1,99%	26 307	1,62%	30 542	1,83%	23 992	1,36%
Mimořádné výnosy	0	0,00%	3	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Mimořádné náklady	35	0,00%	3	0,00%	138	0,01%	734	0,05%	98	0,01%	0	0,00%
Mimořádný výsledek hospodaření	-35	0,00%	0	0,00%	-138	-0,01%	-734	-0,05%	-98	-0,01%	0	0,00%
Výsledek hospodaření za účetní období	23 474	1,57%	23 262	1,48%	32 067	1,98%	25 573	1,57%	30 444	1,83%	23 992	1,36%
Výsledek hospodaření před zdaněním	32 344	2,16%	29 868	1,91%	41 517	2,57%	31 810	1,96%	38 185	2,29%	30 139	1,71%



Príloha č. 4: Pomerové ukazovatele

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	35 727	34 120	48 940	38 910	42 962	34 457
A	401 560	458 551	616 851	596 768	585 344	652 420
ROA	8,90%	7,44%	7,93%	6,52%	7,34%	5,28%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	23 474	23 262	32 067	25 573	30 444	23 992
VK	117 666	137 928	180 667	205 359	233 503	252 495
ROE	19,95%	16,87%	17,75%	12,45%	13,04%	9,50%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	35 727	34 120	48 940	38 910	42 962	34 457
VK	117 666	137 928	180 667	205 359	233 503	252 495
Dlhodob.záv.	28 423	29 510	25 840	20 187	18 437	12 869
ROCE	24,46%	20,38%	23,70%	17,25%	17,05%	12,98%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VK	117 666	137 928	180 667	205 359	233 503	252 495
A	401 560	458 551	616 851	596 768	585 344	652 420
Podiel VK na A	29,30%	30,08%	29,29%	34,41%	39,89%	38,70%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
dlh. Kapital	146 089	167 438	206 507	225 546	251 940	265 364
SA	167 922	189 064	295 726	285 647	301 319	313 979
Stupeň krytia stálych aktív	87,00%	88,56%	69,83%	78,96%	83,61%	84,52%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VK	117 666	137 928	180 667	205 359	233 503	252 495
A	401 560	458 551	616 851	596 768	585 344	652 420
Majetkový koeficient	29,30%	30,08%	29,29%	34,41%	39,89%	38,70%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
A	117 666	137 928	180 667	205 359	233 503	252 495
CK	281 627	315 721	434 139	390 482	347 956	398 589
Uk. celkovej zadĺženosti	41,78%	43,69%	41,62%	52,59%	67,11%	63,35%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VK	167 922	189 064	295 726	285 647	301 319	313 979
CK	281 627	315 721	434 139	390 482	347 956	398 589
Uk. zadĺženosti VK	59,63%	59,88%	68,12%	73,15%	86,60%	78,77%



	2006	2007	2008	2009	2010	2011
úroky	1 705	2 697	5 382	3 996	2 208	2 119
EBIT	35 727	34 120	48 940	38 910	42 962	34 457
Úrokové krytie	20,95	12,65	9,09	9,74	19,46	16,26

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
úroky	1 705	2 697	5 382	3 996	2 208	2 119
EBIT	35 727	34 120	48 940	38 910	42 962	34 457
Úrokové zaťaženie	0,05	0,08	0,11	0,10	0,05	0,06

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OA	217 094	259 110	301 411	294 411	274 056	319 747
krat. Záväzky	231 752	272 019	323 446	299 541	275 538	312 408
Uk. celkovej likvidity	0,94	0,95	0,93	0,98	0,99	1,02

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OA	217 094	259 110	301 411	294 411	274 056	319 747
krat. Záväzky	231 752	272 019	323 446	299 541	275 538	312 408
zásoby	155 791	167 459	193 128	183 094	165 257	206 682
Uk. pohotovostnej likvidity	0,26	0,34	0,33	0,37	0,39	0,36

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
krat. Záväzky	231 752	272 019	323 446	299 541	275 538	312 408
pohotovo plat. Prostr.	9360	13082	35919	52838	56515	56154
Uk. okamžitej likvidity	0,04	0,05	0,11	0,18	0,21	0,18

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
zásoby	155791	167459	193128	183094	165257	206682
tržby	1499823	1567440	1616195	1623748	1665441	1765253
Doba obratu zásob	37,39	38,46	43,02	40,59	35,72	42,15

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
pohľadávky	51943	78569	72364	58479	52284	56911
tržby	1499823	1567440	1616195	1623748	1665441	1765253
Doba obratu pohľadávok	12,47	18,05	16,12	12,97	11,30	11,61

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
záväzky	231752	272019	323446	299541	275538	312408
tržby	1499823	1567440	1616195	1623748	1665441	1765253
Doba obratu záväzků	55,63	62,48	72,05	66,41	59,56	63,71

Príloha č. 5: Podiel predaja AUTO Heller podľa koncernových značiek v rokoch 2008 – 2012

		Audi	Volkswagen	Škoda	Seat	Celkom
2008	ČR	2181	8956	44530	2312	57979
	AUTO Heller	180	1200	861	328	2569
	podiel	8,25%	13,40%	1,93%	14,19%	4,43%
2009	ČR	2894	11781	47260	2273	64208
	AUTO Heller	171	1359	902	310	2742
	podiel	5,91%	11,54%	1,91%	13,64%	4,27%
2010	ČR	3243	13069	53009	2760	72081
	AUTO Heller	190	1349	899	285	2723
	podiel	5,86%	10,32%	1,70%	10,33%	3,78%
2011	ČR	3675	14921	53050	3310	74956
	AUTO Heller	195	1461	810	361	2827
	podiel	5,31%	9,79%	1,53%	10,91%	3,77%
2012	ČR	3810	15185	53778	2680	75453
	AUTO Heller	183	1139	753	222	2297
	podiel	4,80%	7,50%	1,40%	8,30%	3,04%